Amerikanische Bonds

(Mit Ausnahme der Schuldverschreibungen der Immobiliarkreditinstitute)

INAUGURAL-DISSERTATION

ZUR

ERLANGUNG DER DOKTORWÜRDE

DER HOHEN STAATSWIRTSCHAFTLICHEN FAKULTÄT DER KGL. LUDWIG-MAXIMILIANS-UNIVERSITÄT ZU MÜNCHEN

VORGELEGT VON

CHARLES ANTON ROSENTHAL

ACAD. LUGD. BAT. BIBL.

STUTTGART
DRUCK DER UNION DEUTSCHE VERLAGSGESELLSCHAFT
1912

Angenommen von der staatswirtschaftlichen Fakultät der Universität München

Referent: Univ.-Prof. Dr. WALTHER LOTZ

Diese Dissertation erscheint gleichzeitig als 116. Stück der „Münchener Volkswirtschaftlichen Studien, herausgegeben von Lujo Brentano und Walther Lotz“ im Verlage der J. G. Cotta'schen Buchhandlung Nachfolger in Stuttgart und Berlin.

Inhaltsverzeichnis

	Seite
I. Einleitung	1
II. Haupttypen der Bonds	3
III. Die Form der Bonds	21
IV. Ausgabe und Handel der Bonds	27
V. Rentabilität der Bonds	43
VI. Fälligkeit und Tilgung der Bonds	53
VII. Die Sicherheit der Bonds	64
VIII. Entwicklung der Bondschuld und Stellung der Bonds im amerikanischen Wirtschaftsleben	81
IX. Verbreitung der Bonds in Europa, besonders in Deutschland	98
Quellenverzeichnis	104

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41545808_0056

I

Einleitung

Unter den Neubildungen, welche die amerikanische Finanzierungstechnik zur Anpassung übernommener europäischer Formen an neuzeitliche, speziell amerikanische Verhältnisse geschaffen hat, ragt ein Institut hervor, das trotz seiner vielseitigen Ausgestaltung in den Vereinigten Staaten und seiner hervorragenden wirtschaftlichen Bedeutung von der amerikanischen Theorie nur sehr wenig, von der deutschen so gut wie gar nicht beachtet wurde: das Institut der Bonds.

Ihrer Natur nach entsprechen die Bonds unseren Obligationen, und wie bei uns die Obligationen den Aktien, so stehen auf dem amerikanischen Markte die Bonds den „Stocks" gegenüber. Während aber die Stocks unseren Aktien im Wesen und in ihren Funktionen sehr ähnlich sind, haben die Bonds teilweise eine ganz andere Entwicklung als unsere Obligationen genommen. Die Ursache hievon ist in der Verschiedenheit der amerikanischen und der deutschen Verhältnisse zu suchen. Während in Deutschland das Hauptkontingent der Obligationen vom Reiche, von Staaten und Städten und den Hypothekeninstituten gestellt wird, indessen die Eisenbahnen, die fast alle verstaatlicht sind, nur sehr wenige Obligationen herausgeben, ist in Amerika, dem Lande der selbständigen Eisenbahngesellschaften, die Obligationenschuld der Dampfeisenbahnen allein mehr als doppelt so gross als die der Regierung, der Staaten und Städte zusammengenommen. Zu dieser ungeheuren Summe kommt noch die große Anzahl von Obligationen, welche von den Kleinbahnen und der Industrie emittiert werden. Der Umstand, daß die Hauptmasse der amerikanischen Obligationen

nicht öffentlichen, sondern privaten Ursprungs ist, hat ihre eigenartige Entwicklung zur Folge. Der private Unternehmer, der von den Gesetzen wenig beschränkt wurde, begann selbstschöpferisch aufzutreten und neue, von den hergebrachten Formen abweichende Obligationstypen zu schaffen, die seinen individuellen Verhältnissen und den Ansprüchen seiner Kreditgeber besser entsprechen sollten. Unter dem Drucke der Konkurrenz sah er sich immer wieder gezwungen, neue Arten zu schaffen, welche bei der Vorliebe des amerikanischen Volkscharakters für Neues, noch nicht Dagewesenes auf eine gute Aufnahme rechnen konnten. Auf diese Weise ist ein Heer von Obligationsgattungen entstanden, die sich untereinander bald nur durch den Namen, bald durch den Charakter der für sie bestellten Sicherheit, bald durch eine spekulative Beimischung unterscheiden.

Für uns wird eine Kenntnis des Wesens der amerikanischen Obligationen und der Stellung, die sie einnehmen, nicht nur deshalb von großem Interesse, weil die Bonds auch in Europa Verbreitung finden, oder weil die Uebernahme des einen oder anderen Bondtyps unter Anpassung an unsere deutschen Verhältnisse vielleicht Vorteile verspräche, sondern vor allem, weil die Kursbewegungen dieser Papiere an der New Yorker Börse nur von dem verstanden werden können, der den Papieren selbst Verständnis entgegen bringt.

II

Haupttypen der Bonds

Wie jede Obligation, so stellen auch die amerikanischen Bonds Urkunden dar, in denen eine Person, der Schuldner, sich verbindlich macht, einer zweiten Person, dem Gläubiger, zu einer bestimmten Zeit eine bestimmte Summe Geldes zu zahlen. Die vornehmlichste Charaktereigenschaft der Papiere wird bereits in ihrem Namen „bonds" gekennzeichnet, der von dem englischen Zeitwort „bind" = binden abzuleiten ist. Sie beurkunden eine Forderung, ein Schuldverhältnis, und hierdurch unterscheiden sie sich vor allem von den „stocks", welche ein der Einlage entsprechendes Anteilhaberverhältnis zum Ausdruck bringen. Der Eigentümer eines Bonds ist Gläubiger; er hat eine Forderung auf das in der Schuldverschreibung genannte Kapital und die in bestimmter Höhe versprochenen Zinsen. Der Besitzer eines Stocks ist anteilberechtigtes Gesellschaftsmitglied; er hat, solange die Gesellschaft besteht, nur einen Anspruch auf einen Anteil am jährlichen Geschäftsüberschuß, die Dividende, die naturgemäß Schwankungen unterworfen ist.

Wann die Bezeichnung „bond" aufgekommen ist, konnte bis jetzt nicht klar festgestellt werden. Eine Tatsache ist lediglich, daß ähnliche Urkunden, die andere Namen trugen, aber dieselben Funktionen versahen, schon vor 150 Jahren in Amerika zu finden waren. Dieselben standen ausnahmslos im Dienste der Regierung, der Einzelstaaten und Städte. Mit der Entwicklung von Handel und Industrie stiegen auch die Kapitalbedürfnisse der privaten Unternehmer; alsbald sahen sich dieselben ebenfalls veranlaßt, das Institut der Schuldverschreibungen zum Zwecke der Kreditbeschaffung in Anspruch zu

nehmen. 1829 erfolgte die Eröffnung der ersten mit Dampf betriebenen amerikanischen Eisenbahn. 9 Jahre später wurden die ersten Eisenbahnobligationen von der Camden and Amboy Railway ausgegeben, die auf dem Londoner Markt den Namen „Yankee Rails“ trugen. Mit dem Ausbau der Eisenbahnen stieg die Summe der von ihnen ausgegebenen Bonds. Die Industrie beteiligte sich an der Ausgabe von Bonds erst seit den letzten 40 Jahren.

Die Bonds dürfen nicht mit ähnlichen Papieren verwechselt werden, welche den gleichen Namen tragen und ganz andere Funktionen ausüben, wie die surety bonds, oder solchen Papieren, die einen anderen Namen haben, aber ziemlich ähnliche Funktionen versehen, wie die notes. Unter „surety bonds“ versteht man Bürgschaftsurkunden, in denen sich eine natürliche oder eine juristische Person für die Einlösung einer Schuld verbürgt. „Notes“ dagegen tragen ebenso wie Bonds den Charakter von Obligationen, unterscheiden sich aber von Bonds dadurch, daß sie kurzfällig sind; ihre Laufzeit schwankt zwischen 30 Tagen und 5 Jahren, in der Regel beträgt sie 2 Jahre. Am besten sind die notes mit den deutschen verzinslichen Schatzanweisungen zu vergleichen, die seit Anfang dieses Jahrhunderts vom Reiche ausgegeben wurden.

Bevor wir uns näher mit den einzelnen Arten von Bonds bekannt machen, denen wir am amerikanischen Markte begegnen, müssen wir uns erst einen Ueberblick über die verschiedenen Klassen von Schuldnern verschaffen, welche die Ausgabe der Bonds in die Wege leiten. Die amerikanische Regierung und die verschiedenen Einzelstaaten legen zwar der Ausgabe von Schuldverschreibungen durch Einzelpersonen keine gesetzlichen Hemmnisse in die Wege; dennoch werden auf dem amerikanischen Effektenmarkte Bonds, die von einer einzelnen natürlichen Person ausgegeben sind, nicht angetroffen. Mit der Ausgabe von Bonds beschäftigen sich in Amerika nur die juristischen Personen des öffentlichen und des privaten Rechts, die vermöge der ihnen zukommenden unbeschränkten Lebensdauer mehr langfristigen Kredit genießen, als Einzelindividuen. Die juristischen Personen des öffentlichen Rechts bestehen aus der amerikanischen Regierung, „dem Govern-

ment", den verschiedenen Einzelstaaten und Territorien und den „Municipal Corporations", i. e. den Provinzial- und Communalverbänden, also vor allem den Grafschaften, Städten, Schuldistrikten, Dorfgemeinden und sonstigen gemeindlichen Vereinigungen. Unter welchen Voraussetzungen dieselben Schuldverschreibungen ausgeben können, wird an späterer Stelle erörtert werden.

Die juristischen Personen des Privatrechts zerfallen in zwei verschiedene Gruppen: in quasi public corporations und private corporations. Erstere haben den Namen „quasi öffentliche Gesellschaften" deshalb erhalten, weil sie auf ihre eigene Rechnung und Gefahr öffentliche Aufgaben übernehmen. Sie erhalten ihre Rechtsfähigkeit nur auf Grund der Bestimmungen des Privatrechts, sind aber vielfach öffentlichrechtlichen Gesetzesnormen unterworfen. Als „quasi public corporations" gelten die Eisenbahngesellschaften und die „public service corporations", das sind nach der zur Zeit bestehenden Interpretation der amerikanischen Gerichte alle Gesellschaften, die elektrische Licht-, Kraft-, Wasser-, Gas-, Telephon-, Telegraph- oder Straßenbahnanlagen im Betrieb halten. Alle Gesellschaften, die nicht unter den Begriff der quasi public corporations fallen, gelten als private corporations. Unter den letzteren kommen vor allem als Emittenten von Bonds die Handels-, Industrie-, Trustgesellschaften usw. in Betracht.

Nach den einzelnen Klassen von Emittenten werden die Obligationen benannt und eingeteilt in:

Government bonds	Bundesobligationen
State bonds	Papiere der Einzelstaaten
Municipal bonds	Provinzial- und Kommunalpapiere
Railroad bonds	Eisenbahnobligationen
Industrial bonds	Industrieobligationen
Street railway bonds	Straßenbahnobligationen
Gas and electric light bonds	Gas- und Elektrizitäts-Gesellschaftsobligationen
usw.	usw.

Diese Einteilung findet besonders in der Praxis bei den Marktberichten Anwendung, ist aber rein äußerlicher Natur.

Die einzelnen Typen von Anlagepapieren, welche unter den state, municipal, railroad bonds usw. angetroffen werden, unterscheiden sich in ihrem Wesen voneinander vielfältig. Ebenso verschieden als die Bedürfnisse sind, zu deren Befriedigung sie Verwendung finden, ebenso verschieden sind die Bedingungen, unter denen sie zur Ausgabe gelangen. Jeder Bondtyp hat seinen eigenen Namen, zuweilen haben aber wieder die gleichen Typen verschiedene Namen, oder ein Name wird zur Bezeichnung von verschiedenen Bondtypen verwendet. Hierdurch wird eine Unterscheidung, sowie eine übersichtliche Einteilung der Bonds in einzelne Klassen sehr erschwert.

Wir wollen eine Klassifizierung der verschiedenen Arten von Bonds nach folgenden Gesichtspunkten vornehmen:

1. nach dem für die Bonds geltenden Rückzahlungsmodus,
2. nach der in den Bonds ausbedungenen Zahlungswährung,
3. nach Art des Kredits, auf welchem die Bonds beruhen.

Nach dem Rückzahlungsmodus lassen sich die Bonds einteilen: in Rentenanleihen und Tilgungsanleihen, das ist in Anleihen ohne Rückzahlungstermine und mit Rückzahlungsterminen. Die Bonds ohne Rückzahlungstermin heißen perpetual bonds; sie tragen den Charakter von sogenannten „ewigen Rentenanleihen", werden aber ungeheuer selten am amerikanischen Markte angetroffen. Mit Rückzahlungstermin sind die annuity bonds, irredeemable und redeemable bonds. Annuity bonds sind nicht minder selten als die perpetual bonds; sie haben dieselbe Stellung wie unsere Annuitätenanleihen [1]). Häufiger dagegen sind die sogenannten irredeemable bonds; darunter versteht man Obligationen, die vor dem Fälligkeitstermine nicht vom Schuldner zur Rückzahlung einberufen werden können. Redeemable bonds endlich sind Obligationen, welche dem Schuldner gestatten, nach seiner Wahl eine bestimmte Zeit vor Fälligkeit die ganze Anleihe oder einen Teil derselben zur Zahlung einzuberufen. Die meisten amerikanischen Obligationen gehören diesem Typ an.

[1]) Nur wenige Gesellschaften befassen sich mit der Emission dieser Papiere; zu ihnen zählen die Long Island Railroad und die Lehigh Valley Railroad. Juristische Personen des öffentlichen Rechts haben nur für Erziehungszwecke einzelne perpetual bonds emittiert.

Nach den in den Bonds enthaltenen Zahlungsbedingungen bezeichnet man die Obligationen als: gold bonds, silver bonds, currency und legal tender bonds.

Gold und silver bonds sind Papiere, bei deren Ausgabe sich der Schuldner verpflichtet, Kapital und Zinsen nur in Gold, bzw. in Silber von bestimmtem, im voraus festgesetztem Gewicht und Feingehalt zu zahlen. Die Emission von Goldbonds war besonders in der Zeit an der Tagesordnung, da infolge der Bestrebungen der Silberleute eine Verschlechterung der amerikanischen Währung und infolgedessen eine starke Wertsteigerung des Goldes zu erwarten stand. Die Goldklausel findet sich aber auch heute noch sehr häufig bei den Bonds.

Currency bonds sind Papiere, welche in der jeweiligen Währung des Landes zahlbar sind; sie gelangten besonders während des Bürgerkrieges (1861—64) zur Ausgabe. Unter legal tender bonds werden Papiere verstanden, welche dem Schuldner gestatten, Kapital und Zinsen in irgend einem gesetzlichen Zahlungsmittel zu leisten. Sie sind heute sehr selten.

Nach der Art des Kredits, auf welchem die amerikanischen Bonds beruhen, werden dieselben in zwei Klassen von Papieren eingeteilt: in debentures und mortgages, Papiere des Personalkredits und des Realkredits. Will man von diesem Standpunkt aus einen Ueberblick über die verschiedenen Arten von Bonds gewinnen, so wird man am besten tun, diesen beiden Klassen noch eine dritte beizufügen und zwar: Papiertypen, die bald die Natur von mortgages, bald die von debentures haben können.

Zu den Papieren, welche nur auf Personalkredit beruhen, gehören in erster Linie nahezu ausnahmslos die Schuldverschreibungen der juristischen Personen des öffentlichen Rechts. Durch das Fehlen einer realen Sicherheit charakterisieren sie sich als debentures, auch wenn sie in Wirklichkeit diesen Namen, der nur bei Gesellschaftspapieren vorkommt, nicht tragen. Nur selten findet man auf dem Markte Emissionen von Staaten oder Städten, die eine besondere Sicherstellung, sei es durch Verpfändung von Grundbesitz oder von Steuererträgnissen, erfahren haben. Private Unternehmungen hingegen machen von den Papieren des reinen Personalkredits verhältnismäßig wenig

Gebrauch. Da die debentures allen anderen hypothekarisch sichergestellten Verpflichtungen der Schuldnergesellschaften nachstehen und die Gläubiger im Falle der Zahlungsverweigerung derselben nicht wie Hypothekengläubiger geschützt sind, sind diese Papiere am Markte weniger gesucht. Sie werden daher in der Regel nur von besonders gesunden Gesellschaften mit Erfolg emittiert [1]).

Die möglichste Anpassung der Finanzierung an die Eigenart der Unternehmungen hat zu einer weiteren Ausgestaltung des Personalkredits geführt durch Schaffung des Instituts der subsidy bonds. Unter ihnen werden Obligationen verstanden, die direkt von der Regierung, einem Einzelstaat oder einer Stadt zur finanziellen Unterstützung eines privaten Unternehmens emittiert werden. Vor mehreren Jahrzehnten bildeten die subsidy bonds eine häufige Erscheinung auf dem amerikanischen Markte. Besonders die jungen Eisenbahngesellschaften, deren ungewisse Prosperität ihrer Kreditbeschaffung erhebliche Schwierigkeiten verursachte, benötigten häufig die Unterstützung öffentlichen Kredits. Allein die amerikanische Regierung hat im vergangenen Jahrhundert 64 623 512 Dollar Bonds zur Kräftigung der Pacificeisenbahngesellschaften emittiert, an deren Entwicklung sie besonders interessiert war [2]). Aber auch die amerikanischen Staaten und Städte haben in früherer Zeit junge Eisenbahn- und Industrieunternehmungen durch Ausgabe von Papieren kräftig unterstützt. Heute sind die subsidy bonds fast völlig vom Markte verschwunden, da die Erstarkung des Privatkredits und besonders des Kredits der Eisenbahngesellschaften ihre Existenz unnötig gemacht hat.

---

[1]) Ein typisches Beispiel für die debentures bilden die Atlantic coast line 4 % debentures.

[2]) 25 885 120 Dollar kamen der Central-Pacific Rd. zugute.
6 303 000 „ „ „ Kansas- „ „ „
27 236 512 „ „ „ Union- „ „ „
1 970 560 „ „ „ Western- „ „ „
1 600 000 „ „ „ Central-Branch-Union-Pacific „ „
1 628 320 „ „ „ Sioux-City- and Pacific „ „

Zuweilen werden unter subsidy bonds aber auch Obligationen eines Privatunternehmens verstanden, für deren Einlösung sich die Regierung, ein Staat oder eine Stadt verbürgt haben. Streng genommen beruhen auch diese Papiere auf Personalkredit, da ihnen nicht die Garantie, welche die Schuldnergesellschaft stellt — wenn sie überhaupt solche stellt — sondern das Vertrauen, welches man der Zahlungsfähigkeit und -willigkeit des Bürgen entgegenbringt, einen Absatz sichern.

Mit dieser Art von subsidy bonds verwandt sind die sogenannten endorsed bonds und guaranteed bonds. Unter endorsed bonds versteht man Obligationen, für deren Einlösung sich eine juristische Person dadurch verpflichtete, daß sie ihren Namen auf die Rückseite der Bonds setzte. Die Einlösungsverpflichtung tritt nur dann in Kraft, wenn die Bonds dem Erstschuldner rechtzeitig bei Fälligkeit präsentiert werden und der Indossant von der Nichtzahlung benachrichtigt wurde. Guaranteed bonds dagegen sind Schuldverschreibungen einer juristischen Person, deren Zahlung von einer zweiten juristischen Person auf Grund eines besonderen Vertrages garantiert ist. Die Zahlungsverpflichtung des Garanten richtet sich hier also nach den Bestimmungen des einzelnen Vertrages; sie kann sich auf Zinsen oder auf Kapital oder auf beides und auf längere oder kürzere Zeit erstrecken. Präsentation beim Erstschuldner und Benachrichtigung hiervon braucht nicht sofort bei Fälligkeit, sondern nur innerhalb einer angemessenen Zeit zu erfolgen. Präsentation nach Fälligkeit kann daher wohl eine Zahlungsweigerung des Indossanten, nicht aber des Garanten rechtfertigen. Die amerikanischen Einzelstaaten übernehmen heute äußerst selten die Stellung von Garanten. Auch die Städte geben Einlösungsgarantien nur in sehr beschränkter Anzahl. Eine bedeutende Rolle spielen die guaranteed bonds aber in der Finanzpolitik der Eisenbahnen. Sehr häufig verbürgen sich die großen Bahngesellschaften für die Obligationenschuld der kleinen in ihren Interessensphären gelegenen Linien. In der Regel beabsichtigen sie lediglich durch die Förderung, welche sie auf diese Weise den Unternehmungen zuteil werden lassen, eine Betriebssteigerung auf den eigenen Linien zu erzielen. Oft

lassen sie sich aber als Entgelt für die Garantieübernahme den größeren Teil des Aktienkapitals der betreffenden kleinen Linien übertragen, so daß sie die Kontrolle über sie erlangen, oder sie nehmen die Linien in Pacht und betätigen derart in erfolgreichstem Maße ihre Expansionspolitik [1]).

Der Zahl nach nehmen die auf Personalkredit beruhenden Obligationen am amerikanischen Effektenmarkte eine geringere Stellung ein, als die Obligationen des Realkredits. Abgesehen von den Schuldverschreibungen der juristischen Personen des öffentlichen Rechts, die nur einen geringen Teil der amerikanischen Bondschuld bilden, wird weitaus der größte Teil der amerikanischen Papiere hypothekarisch oder durch Faustpfand sichergestellt.

Von den hypothekarisch sichergestellten Bondtypen bringen einige diese Art der Sicherstellung bereits in ihrem Namen zum Ausdruck. Unter diesen sind vor allem die sogenannten mortgage bonds zu nennen, eine Papiergattung, die von

---

[1]) Ein Beispiel für guaranteed bonds bilden die von der Morris and Essex Rd. emittierten 7 % 1. mortgage bonds, die von der Delaware Lackawanna- and Western Rd. garantiert wurden.

Mit endorsed und guaranteed bonds dürfen nicht zwei ähnliche Typen verwechselt werden, welche gewisse Aehnlichkeit mit ihnen haben: die assumed bonds und joint bonds; erstere sind Obligationen einer Gesellschaft, welche die Verpflichtung, Zins und Kapital für diese Papiere zu zahlen, von der ursprünglichen Schuldnergesellschaft vorbehaltlos übernommen hat. Die übernehmende Gesellschaft tritt also den Papiergläubigern gegenüber in die Stellung des Selbstschuldners ein und übernimmt nicht, wie bei den guaranteed bonds, nur eine Bürgschaftsverpflichtung. Während die assumed bonds in chronologischer Reihenfolge unter den Schulden der übernehmenden Gesellschaft rangieren, bleiben die guaranteed bonds für den Bürgen Verpflichtungen, welche im Range allen seinen direkten Schulden, also auch den nach der Garantieübernahme eingegangenen, nachstehen. Ihre Entstehung verdanken die assumed bonds in den meisten Fällen Gesellschaftsfusionen.

Joint bonds dagegen sind Papiere, die von zwei Gesellschaften zusammen ausgegeben werden, wobei jede von diesen die Haftung nur für ihren Anteil übernimmt. Sie gelangen zur Ausgabe, wenn zwei Gesellschaften in der Förderung eines Unternehmens in gleicher Weise interessiert sind. Ein Beispiel bilden die Kentucky Central 4 % mortgage bonds assumed by the Louisville and Nashville system und die Great Northern and Pacific 4 % joint mortgage bonds.

Eisenbahn- und Industriegesellschaften ungeheuer oft emittiert wird. Unter first mortgage bonds versteht man Obligationen, die durch eine 1. Hypothek auf dem schuldnerischen Grundbesitz sichergestellt sind und den Gläubigern im Falle der Zahlungseinstellung des Schuldners das Recht geben, zur Befriedigung ihrer Forderungen die Zwangsvollstreckung in das belastete Grundeigentum zu betreiben. Neben 1. mortgage bonds finden sich auch 2., 3., 4., ja selbst 5. mortgage bonds, die deswegen, weil sie an 2., 3., 4. oder 5. Rangstelle stehen, noch keine zweifelhaften Papiere zu sein brauchen [1]).

Andere Repräsentanten derselben Klasse von hypothekarisch sichergestellten Papieren sind die prior lien bonds. Ihr Name könnte vermuten lassen, daß sie im Range allen anderen Emissionen derselben Gesellschaft vorausgehen, also vor allem vor den mortgage bonds stehen. Dies ist aber nur höchst selten der Fall. Im allgemeinen bildet der Name nichts weiter als einen relativen Begriff und will andeuten, daß die Papiere einer anderen Emission im Range vorgehen, womit aber noch keineswegs gesagt ist, daß sie an erster Rangstelle stehen müssen [2]).

Nach den mortgage und prior lien bonds kommen im Rang die consolidated mortgage bonds und general mortgage bonds zu stehen, die von großen Gesellschaften häufig emittiert werden. Beide Obligationen sind in der Regel durch die hypothekarische Verpfändung des gesamten Grundeigentums der Schuldnergesellschaft sichergestellt. Erstere werden gewöhnlich im Verfolge einer Reorganisation der Finanzen ausgegeben, um Geldmittel zu Refundierungs- und Meliorationszwecken zu beschaffen, wenn eine weitere Hypothekenanleihe als nicht genügend fundiert erscheinen würde. Mit dem Fort-

---

[1]) Ein vorzügliches Beispiel hierfür bieten die 3., 4. und 5. mortgage bonds der alten New York & Erie Rd., die zu den wenigen guten Papieren dieser Bahn zählen.

[2]) Beispiel: Baltimore & Ohio 3½% prior lien bonds.

Die bei Saling I im Abschnitt über die New Yorker Börse gegebene Definition von prior lien bonds ist falsch, da ihr zufolge die prior lien bonds unter allen Umständen vor allen mortgage bonds rangieren würden, was, wie eben dargelegt, nicht der Fall ist.

schreiten der Refundierungstätigkeit, also der Rückziehung der älteren Emissionen, steigt naturgemäß die Sicherheit der consolidated mortgage bonds. Die im Wesen den consolidated mortgage bonds ähnlichen general mortgage bonds, die auch häufig blanket mortgage bonds genannt werden, werden in der Regel ebenfalls kreiert, wenn der Gesellschaftsbesitz bereits mehrfach belastet ist, selten wenn erst eine Hypothek auf ihm ruht. Der Zweck, der bei ihrer Ausgabe befolgt wird, ist meistens derselbe wie bei den consolidated mortgage bonds [1]).

Zwei weitere Bondtypen, welche den Charakter der für sie bestellten Sicherheit bereits in ihren Namen kennzeichnen, sind die land grant bonds und real estate bonds. Land grant bonds sind heute im Aussterben begriffen; besonders vor 5 und 6 Jahrzehnten wurden sie häufig emittiert, als die finanzielle Unterstützung, welche die Regierung und die Einzelstaaten den jungen Eisenbahnen zu teil werden ließen, auch in der schenkungsweisen Ueberlassung von Landstrecken längs der Bahnlinien bestand. Die Bonds wurden durch die Verpfändung der den Gesellschaften überlassenen Ländereien sichergestellt und aus dem Verkauf der Landstreifen verzinst und getilgt [2]).

Im Gegensatz zu den land grant bonds versteht man unter real estate bonds Eisenbahnobligationen, deren Sicherheit in der Verpfändung von Grundeigentum beruht, das mit dem zum Bahnbetrieb benötigten Land in keinem Zusammenhang steht [3]). Die Bezeichnung real estate bonds tragen aber auch die Schuldverschreibungen der amerikanischen Hypothekenanstalten, welche dem System der continentalen, besonders der deutschen Hypothekenbanken, nachgebildet wurden.

---

[1]) Beispiel: Minneapolis & St. Louis Rw. 5 % 1. consolid. mtg. bonds, Chicago Milwaukee & St. Paul 3½% general mtg. bonds.

[2]) Beispiel: Central Pacific 3½% land grant bonds. Der Gesamtumfang der den Eisenbahnen geschenkten Staatsländereien beläuft sich bis in die Gegenwart auf 757000 qkm, d. i. nicht viel unter dem 1½fachen Umfang des Deutschen Reiches. Vgl. hierüber: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, Abschnitt über Eisenbahnpolitik; ferner Samborn, Congressional grants of land in aid of Railways (Madison 1899).

[3]) Beispiel: Pennsylvania Rd. Cy. 4 % first real estate bonds.

Eine Reihe von anderen Bondtypen, welche zur Klasse der Obligationen des Immobiliarkredits gehören, charakterisiert in ihrem Namen allein den Zweck ihrer Ausgabe. Zuweilen kommt dieser Zweck in unzweideutiger Weise zum Ausdruck, wie dies bei den bridge bonds, dock and wharf bonds, ferry bonds, tunnel bonds, terminal bonds, construction bonds, extension bonds, divisional bonds der Fall ist, Obligationen, die zum Zweck der Kapitalbeschaffung für den Bau einer Brücke, eines Docks, einer Fähre, eines Tunnels, eines Bahnhofes, einer Haupt- oder Seitenlinie von den Eisenbahngesellschaften ausgegeben werden. Nicht selten werden diese Papiere auch von einer besonderen Gesellschaft emittiert, die aus mehreren an der Vollendung des betreffenden Bauwerks interessierten Gesellschaften gebildet wird. Die Sicherstellung der Papiere erfolgt in der Regel vorzüglich durch Verpfändung des Grund und Bodens, welcher zur Errichtung des Bauwerks benötigt wird [1]).

Zuweilen ist der Zweck, der bei der Ausgabe der Bonds der eben genannten Klasse verfolgt wird, im Namen nicht genau spezialisiert, sondern nur allgemein angedeutet. Beispiele hiefür sehen wir in den improvement bonds, purchase money bonds, den reorganisation und adjustment bonds. Improvement bonds werden von den juristischen Personen des öffentlichen, wie des privaten Rechts ausgegeben und dienen der Beschaffung von Geldmitteln für Verbesserungen. Purchase money bonds dagegen werden im allgemeinen nur von Eisenbahngesellschaften kreiert und zwar zur Gewinnung von Mitteln für den Ankauf neuer Landstrecken. Die hypothekarische Sicherstellung erfolgt bei den improvement bonds durch die Verpfändung jener Objekte, denen die Meliorationen zugute kommen, bei den purchase money bonds durch die Verpfändung der neu anzukaufenden Ländereien [2]).

Reorganisation und adjustment bonds werden von Gesellschaften ausgegeben, wenn sich ihre finanziellen Verhältnisse

[1]) Beispiele: Long Island 4½% ferry bonds; New York Lackawanna & Western 5% construction bonds; Illinois Central 4% extension bonds.

[2]) Beispiel: Denver & Rio Grande 5% improvement bonds; Central of Georgia Chattanooga Division 4% purchase money bonds.

ungünstig gestaltet haben. Die Papiere haben die Aufgabe, Geldmittel zu erlangen, um die dringendsten Gläubigeransprüche zu befriedigen und die Gesellschaft wieder in gesunde Bahnen zu lenken. Die Bonds erhalten in der Regel eine hypothekarische Sicherstellung im Range nach allen auf dem Gesellschaftseigentum stehenden Lasten [1]).

Wie schon an früherer Stelle festgestellt wurde, werden einzelne amerikanische Obligationen nicht nur durch die Verpfändung von Immobilien, sondern auch von Mobilien sichergestellt. Die bedeutendsten Repräsentanten dieser Gruppe sind: die car trust bonds und equipment trust bonds, sowie die collateral trust bonds.

Die car trust bonds, die seit dem Jahre 1870 ausgegeben werden, haben vornehmlich den Zweck, einer Eisenbahngesellschaft die Möglichkeit zu geben, großes Wagenmaterial neu einzustellen, ohne dasselbe sofort in bar zu bezahlen. Das Institut dieser Bonds wird von den größten amerikanischen Eisenbahnen benützt; ein Schluß auf eine ungünstige Gestaltung der finanziellen Verhältnisse der Schuldnergesellschaften kann aus der Emission dieser Papiere nicht gezogen werden. Die Bonds werden in der Regel in Serien von einer zu diesem Zwecke gebildeten car trust company ausgegeben und mit der hiebei gewonnenen Geldsumme wird das Wagenmaterial bezahlt, welches die car trust company von dem Erbauer gekauft hat. Sämtliche Wagen werden sodann von der car trust company an die Eisenbahngesellschaft vermietet unter der Bedingung, daß die letztere regelmäßige Ratenzahlungen einhält, welche zur serienweisen Rückzahlung der ausgegebenen Titres verwendet werden. Wenn alle Obligationen auf diese Weise getilgt sind, geht das Eigentum der Wagen von der car trust company auf die Eisenbahngesellschaft über. Bis zu diesem Zeitpunkte ist sämtliches Wagenmaterial zugunsten der Papierinhaber als Sicherheit verpfändet. An der Börse werden diese Papiere nicht gehandelt. Die equipment bonds unterscheiden sich von car trust bonds vornehmlich dadurch,

---

[1]) Beispiel: East Tennessee 5 % reorganisation lien; Atchison, Topeka & Santa Fé 4 % adjustment bonds.

daß ihre Ausgabe nicht von einer besonderen Gesellschaft erfolgt, sondern von der Eisenbahn- oder Industriegesellschaft selbst besorgt wird. Unter „equipment" versteht man nicht nur Wagen, sondern das gesamte rollende Material, Lokomotiven, Kraftmaschinen usw., die sämtliche zur Sicherheit dieser Papiere verpfändet werden. Auch werden die equipment bonds im Gegensatz zu den car trust bonds an der Börse gehandelt[1]).

Collateral trust bonds sind Obligationen, die durch die Verpfändung von Schuldverschreibungen und Aktien und deren Hinterlegung bei Treuhändern sichergestellt sind. In der Regel sind die hinterlegten Papiere Emissionen von Gesellschaften, die zu demselben Konzern als die Schuldnergesellschaft der collateral trust bonds gehören. Vor 1900 erfolgte die Sicherstellung dieser Faustpfandpapiere, die sich in den letzten Jahren einer zunehmenden Beliebtheit erfreut haben, meist nur durch Obligationen, seit 1900 auch durch Aktien[2]).

Eine Unterart von collateral trust bonds sind die participating bonds und profit sharing bonds. Unter ihnen versteht man solche collateral trust bonds, die unter gewissen Umständen ihren Inhabern, abgesehen von den jährlichen Zinsen, einen bestimmten Anteil am Gesellschaftsgewinn gewähren. Jeder participating bond gibt das Anrecht auf einen bestimmten Teil des Gewinnes, welcher durch eine Erhöhung der Dividende auf die verpfändeten Aktien erzielt wird. Jeder profit sharing bond berechtigt zur Teilhaberschaft am Gewinn, welcher durch einen vorteilhaften Verkauf der verpfändeten Aktien entsteht. Der Faustpfandvertrag nämlich bei letzteren Papieren gestattet den Verkauf der hinterlegten Aktien, wenn der Verkaufspreis höher ist als der Wert, zu welchem sie zur Verpfändung gelangten. Beide Bondgattungen sind am Markte sehr selten. Die mit ihnen verbundene Gewinnchance bringt sie der spekulativen Natur der Aktien näher[3]).

---

[1]) Beispiel: Pennsylvania Rd. 4% car trust bonds; Central of Georgia 4½% equipment bonds.

[2]) Beispiel: Atlantic Coast line 4% collateral trust bonds.

[3]) Als Beispiel für die participating bonds seien die 4% participating bonds der Oregon Short line Rd. genannt, die 1902 emittiert und 1905 zur Rückzahlung einberufen und eingezogen wurden. Nach dem Pfand-

Ganz fließend werden die Grenzen zwischen Obligationen und Aktien bei dem Institut der income bonds. Mit den income bonds treten wir in die Klasse jener Obligationen ein, die sowohl auf Personalkredit wie auf Realkredit beruhen können. Hinsichtlich des Kapitals sind diese Papiere zuweilen hypothekarisch sichergestellt; hinsichtlich der Zinsen niemals. Ihre besondere Eigenart besteht darin, daß ihre Zinsen nur vom Schuldner bezahlt zu werden brauchen, wenn seine Einnahmen es gestatten. Hierdurch werden die Zinsen zu Spekulationswerten, ähnlich wie die Dividende, eine Erscheinung, die am deutschen Obligationenmarkte ihresgleichen sucht. Von debentures unterscheiden sich die income bonds dadurch, daß ihren Inhabern kein Anrecht auf rückständige Zinsen zusteht, wenn dies nicht ausdrücklich ausbedungen wurde, im letzteren Falle heißen sie cumulative income bonds, von Vorzugsaktien vor allem dadurch, daß sie kein Stimmrecht gewähren. Wir finden aber sogar einige Fälle, in denen den Eigentümern von income bonds, welche als solche in den Gesellschaftsbüchern eingetragen sind, auch das Stimmrecht gewährt wird, derart, daß ihnen auf je 100 Dollars Kapital je eine Stimme in der Versammlung der Aktionäre zusteht. Die Zinsen derartiger Papiere werden in den Geschäftsbilanzen sogar manchmal fälschlich als Dividende bezeichnet[1]).

Ein anderer Bondtyp, der bald hypothekarisch sichergestellt sein kann, bald den Charakter von debentures hat, sind die

---

vertrag sollten die Bonds vollen Anteil an den Dividenden über 4 % haben, welche auf die zur Sicherheit der Bonds hinterlegten Northern Securities Cy. Aktien zur Auszahlung kamen. Bald nach der Auszahlung der Bonds gaben die Northern Securities Cy. Aktien 5 %. Die Bonds teilten sich daher in 1 % Dividende und erhielten außerdem ihre Zinsen.

[1]) Die income bonds sind nicht die einzigen Papiere, die zuweilen mit Stimmrecht ausgestattet werden. Auch einige debentures und sogar mortgage bonds sind am amerikanischen Markte zu finden, welche dies nach deutschen Begriffen stets nur den Aktionären zustehende Vorrecht gewähren. Die A- und B-Serie der 6 % Wabash Rd. debentures, die 1. consolidated mtg. bonds der Erie Rd. berechtigen beispielshalber die Obligationäre in gleicher Weise zur Ausübung des Stimmrechts wie die Eigentümer der common und preferred Stocks (Stamm- und Vorzugsaktien) der betreffenden Gesellschaften. Die Verleihung des Stimmrechts

convertible bonds. Das sind von Gesellschaften herausgegebene Obligationen, die nach Wahl des Inhabers unter gewissen Bedingungen innerhalb einer bestimmten Zeit, zuweilen gegen andere Obligationen, in der Regel gegen Aktien meist zu einem fixen Konversionspreis umtauschbar sind. Die Frist, innerhalb deren von dem Umtauschrecht Gebrauch gemacht werden darf, schwankt zwischen 2 und 10 Jahren. Ihr Lauf beginnt gleichzeitig mit der Emission oder bestimmte Zeit nach derselben. Ist der Umtausch der convertibles in Aktien gestattet, so kommen hierfür stets nur unausgegebene oder demnächst zur Ausgabe gelangende Stammaktien der Schuldnergesellschaft, niemals Vorzugsaktien in Betracht. Dient als Grundlage für den Umtausch ein bestimmter Kurswert der Aktien, so wird immer ein höherer Kurswert festgesetzt, als der im Zeitpunkt der Emission geltende Kurs. Je länger infolge dessen die Umtauschperiode dauert, desto wertvoller erscheinen die convertible bonds, da bei einer längeren Umtauschperiode die Chancen für eine erfolgreiche finanzielle Entwicklung der Schuldnergesellschaft und somit die Aussicht auf ein Steigen des Kurswerts der Aktien bis zum Umtauschkurs oder über denselben bedeutend günstigere sind. Diejenigen Obligationäre, welche von dem Umtauschrecht keinen Gebrauch machen wollen oder können, werden nicht selten bei der Rückzahlung der Bonds durch eine Prämie schadlos gehalten. Die convertibles wurden schon zwischen 1868 und 1880 am amerikanischen Effektenmarkte geführt, kamen aber dann vollkommen außer Handel. Erst 1903 wurden sie wieder neu eingeführt und eroberten sich einen hervorragenden Platz unter den amerikanischen Papieren. Der Grund für die Beliebtheit dieser Obligationen ist vom Standpunkt des Gläubigers in den grossen Gewinnchancen zu suchen, welche sie möglicherweise bieten. Auf Schuldnerseite liegen ihre Vorteile besonders darin, daß sie zu einer baldigen Entlastung des Schuldkontos führen, daß sie ferner wegen ihres spekulativen Wertes niedrig ver-

---

erfolgte bei den meisten Obligationen, mit denen es heute verbunden ist, im Verlaufe einer Reorganisation der Finanzen der Schuldnergesellschaft. Den Gesellschaftsgläubigern sollte hierdurch das Recht zugestanden werden, ihre Interessen selbst zu wahren.

zinslich sind, aber große Anziehungskraft auf das Publikum ausüben [1]).

Was die Art der Sicherstellung anbelangt, gehören zur gleichen Gruppe von Papieren wie die convertibles die sinking fund bonds; auch sie werden als mortgages oder als debentures angetroffen. Es werden unter ihnen Obligationen verstanden, die durch Bildung eines Amortisationsfonds besondere Sicherstellung erfahren haben. In den Fonds, der gewöhnlich von Treuhändern verwaltet wird, wandern in bestimmten Zeitabschnitten gewisse Summen ab, die entweder zur teilweisen Tilgung der Bonds vor deren Fälligkeit verwendet werden, oder anwachsen sollen, um die Tilgung aller Bonds bei Fälligkeit zu ermöglichen. Die Staaten und Städte sowohl, wie die privaten Unternehmungen machen von dem Institut der sinking fund bonds einen sehr häufigen Gebrauch [2]).

Andere Bondtypen, welche in der Privat- und Staatsfinanz eine große Rolle spielen, sind die refunding bonds und die mit ihnen verwandten unified bonds. Beide erfahren in der Regel eine hypothekarische Sicherstellung, wenn sie von privaten Unternehmungen, nicht aber wenn sie von Staaten und Städten ausgegeben werden. Die refunding bonds haben den Zweck, später fällig werdende Obligationen zu ersetzen, neues Kapital zu verschaffen und die Reduzierung des festen Lastenkontos herbeizuführen. Sie werden gewöhnlich in sehr hohen Summen autorisiert und sind niedriger verzinslich als die Anleihen, an deren Stelle sie treten. Die unified bonds werden vor allem autorisiert, um die Verwaltung der fundierten Schulden des Emittenten dadurch zu erleichtern, daß mehrere

---

[1]) Als Beispiel seien hier genannt die 1903 emittierten 4 % convertible mtg. bonds der Erie Rd., die vor 1. April 1915 in common stocks umtauschbar sind, wobei für 100 Dollars Bondnominalwert 200 Dollars Aktien gegeben werden. Ferner die 1905 emittierten 4 % convertibles der Atchison Topeka & Santa Fé Rd., welche bis zum Jahre 1918 in Aktien zum Pariwert umtauschbar sind.

Einen interessanten Vergleich zwischen amerikanischen und englischen convertibles enthält ein im Bankarchiv, XI. Jahrgang Nr. 6 (15. Dezember 1911) S. 91 erschienener Aufsatz: „Aus der englischen Finanzierungspraxis“ von Dr. Otto Heymann.

[2]) Beispiel: Chicago & North-Western 6 % sinking fund bonds.

im Range ungleiche Anleihen in einer einzigen Emission vereinigt werden. Im Grunde ist der Effekt, welcher durch die Ausgabe von unified bonds erzielt wird, meistens derselbe wie bei der Ausgabe von refunding bonds [1]).

Aehnliche Aufgaben wie die refunding bonds haben die sogenannten extended bonds; sie dürfen nicht mit den extension bonds verwechselt werden, welche wir an früherer Stelle kennen gelernt haben. Sie stellen Papiere dar, deren Lauf vor ihrer Fälligkeit auf Grund neuer Vereinbarungen des Schuldners mit den Gläubigern auf eine weitere Zeitspanne ausgedehnt wurde. Am Markte bilden die extended bonds eine häufige Erscheinung. Die Verlängerung des Fälligkeitstermins wird gewöhnlich durch einen Aufdruck auf dem Papiere kenntlich gemacht. Haben die Papiere einen derartigen Aufdruck erhalten, so werden die Bonds „stamped bonds“ genannt. Manchmal werden auch neue Papiere ausgegeben. Mit der Verlängerung der Laufzeit ist nicht selten eine Zinsreduktion verbunden [2]).

So groß die Anzahl der verschiedenen Typen von Bonds ist, die wir bis jetzt kennen gelernt haben, so ist diese Zahl bei weitem noch nicht erschöpft. Das System der amerikanischen Gesellschaften, ihre Emissionen mit den charakteristischen Eigenschaften mehrerer Bondtypen auszustatten, also eine Kombination verschiedener Bondarten vorzunehmen, hat zur Heranbildung einer nahezu unbegrenzten Reihe von weiteren Anleiheformen geführt. Ein Blick auf das New Yorker Kursblatt genügt, um diese Erscheinung zu bemerken. Hier begegnen uns unter anderen:

---

[1]) Als Beispiele seien genannt: Die 4 % Louis & Nashville unified bonds und die 4 % St. Louis & San Francisco Rd. refunding mtg. bonds; letztere waren im Jahre 1901 in Höhe von 85 000 000 Dollars autorisiert. 51 574 000 Dollars waren bestimmt an Stelle von 4 %, 5 % und 6 % zwischen 1906 und 1950 fällig werdenden Anleihen der gleichen Gesellschaft zu treten. Der Rest soll zum Ausbau der Bahn Verwendung finden.

[2]) Als Beispiel seien die verschiedenen Obligationen der Erie Rd. genannt, welche, als sie in den siebziger und achtziger Jahren fällig wurden, sämtliche auf 40—50 Jahre verlängert wurden.

1 mortgage and collateral gold bonds;
1 mortgage and refunding gold bonds;
prior lien and land grant bonds;
prior lien sinking fund redeemable gold bonds;
purchase money collateral gold bonds;
improvement and extension gold bonds;
1 consolidated and extension currency bonds;
general 3 mortgage and income bonds;
general lien and divisional 1 mortgage sinking fund currency bonds;
1 consolidated mortgages and convertible gold bonds
usw.

Die angeführten Beispiele sollen keine erschöpfende Aufstellung geben; sie sollen nur beweisen, wie vielfältige Zusammenstellungen vorkommen. Allerdings nehmen nur die privaten Unternehmungen derartige Kombinationen vor, während dies bei den juristischen Personen des öffentlichen Rechts nicht üblich ist. Nur in ganz beschränkter Weise werden mit dem Typ der government, state und municipal bonds noch weitere charakterisierende Bezeichnungen verbunden, in der Art wie:

state refunding bonds;
city sinking fund bonds;
city improvement bonds
usw.

Inwieweit der Verschiedenheit der Bondtypen eine Verschiedenheit ihrer Handhabung entspricht, wird aus dem folgenden ersichtlich werden.

III

Die Form der Bonds

Betrachten wir zunächst die äußere Form der amerikanischen Obligationen. Fast alle Anleihen werden in zwei verschiedenen Formularen ausgegeben, von denen die einen auf den Inhaber lauten und mit Zinsscheinen ausgestattet werden: die sogenannten coupon bonds, die anderen auf den Namen ausgestellt sind und keine Zinsscheine haben: die registered bonds. Coupon bonds stellen ebenso wie die mit ihnen verbundenen Coupons reine Inhaberpapiere dar, also Urkunden, welche die Geltendmachung des Rechts aus dem Papier jedem Inhaber gestatten. Registered bonds dagegen, welche das Versprechen Kapital und Zins zu bezahlen, in derselben Urkunde verbriefen, gestatten die Geltendmachung des Rechts aus dem Papier nur dem namentlich bezeichneten Eigentümer. Als Eigentümer wird diejenige Person angesehen, die in den vom Schuldner geführten Schuldbüchern, ebenso wie auf dem Papiere selbst als Eigentümer eingetragen ist und sich als solcher legitimiert. Die bei den registered bonds zur Verwendung kommenden öffentlichen und privaten Schuldbücher finden in Deutschland ein Gegenstück, in den Staats- und Stadtschuldbüchern. Der praktische Unterschied zwischen den beiden Papierarten liegt darin, daß die coupon bonds leicht veräußerlich sind, während die Eigentumsübertragung bei den registered bonds ein bestimmtes Verfahren notwendig macht. Die Ausgabe von coupon und registered bonds kommt daher den Bedürfnissen der Kapitalisten in jeder Weise entgegen, da sie hierdurch in die Lage gesetzt werden, zum Zwecke der Spekulation die leichter veräußerliche Form, zum Zweck der Ver-

mögensanlage aber die sicherere Form zu wählen. Eine formelle Verknüpfung der coupon bonds mit den registered bonds hat zu den registered coupon bonds geführt, von welchen an späterer Stelle die Rede sein wird.

Gesetzliche Bestimmungen über die äußere Erscheinung der amerikanischen Papiere bestehen lediglich hinsichtlich der Obligationen der Regierung. Sie betreffen nur die Herstellung derselben. Diese Papiere müssen mit Stahlstichverfahren vervielfältigt werden; ihre Anfertigung, sowie die Fertigstellung der hierzu benötigten Stahlplatten findet in einer besonders zu diesem Zwecke gegründeten staatlichen Anstalt, dem Bureau of Engraving and Printing, statt. Der bestehende Mangel an zwingenden Vorschriften für die Form der übrigen Papiere wird durch den Umstand ersetzt, daß die New Yorker Börse nur gestochene Papiere zum Handel zuläßt. Sehr viele Obligationen werden daher entsprechend den Anforderungen dieser Börse hergestellt, auch wenn ihre Einführung an derselben fürs erste nicht beabsichtigt wird. Nur eine verhältnismäßig geringe Anzahl, die sich im allgemeinen aus den Papieren wenig vertrauenswürdiger Emittenten und aus sogenannten interim bonds zusammensetzt, wird lithographiert oder gedruckt. Unter interim bonds werden Papiere verstanden, die lediglich an Stelle noch nicht fertiggestellter Schuldverschreibungen einstweilen zur Ausgabe gelangen.

Auch hinsichtlich des Textes bestehen keine allgemeinen Normen. Im Laufe der Jahre hat sich aber eine gewisse Gewohnheitsform herausgebildet, welche die wichtigsten die Papiere betreffenden Punkte zum Ausdruck bringt. Diese Form wird bei den Emissionen der meisten juristischen Personen des öffentlichen und privaten Rechts eingehalten, soweit dies im einzelnen Falle möglich ist. Im allgemeinen pflegen nur schlecht verwaltete Städte und unsolide Gesellschaften Bestimmungen, die nach Ansicht der Allgemeinheit notwendiger- oder zweckmäßigerweise im Bond getroffen werden, nicht zu bringen. Die Folge dieses Vorgehens sind gewöhnlich langwierige Streitigkeiten, die, wenn nicht zur Nichtigkeitserklärung der Papiere und zu großem Geldverlust, doch zu kostspieligen Prozessen führen.

Der Nennwert der Papiere ist bei den einzelnen Obligationen ganz verschieden. Die gesetzlichen Bestimmungen, sowie die Usancen der Emittenten gehen in dieser Beziehung weit auseinander. Die Höhe des Nennwerts der government bonds weist die größten Verschiedenheiten auf. Besonders in letzter Zeit hat die amerikanische Regierung das Streben an den Tag gelegt, ihre Anleihen nicht nur in Stücken, welche auf höhere Beträge lauten, herauszugeben, um auch dem kleinen Mann eine Anlage zu ermöglichen. Die coupon und registered bonds aller zurzeit im Umlauf befindlichen Anleihen der Regierung lauten auf 50 Dollars[1]), 100 Dollars, 500 Dollars und 1000 Dollars. Die höheren Beträge von 5000 und 10 000 Dollars werden nur als registered bonds ausgegeben. Außerdem enthält die 1930 fällige 2 %ige Anleihe registrierte Papiere in Höhe von 50 000 Dollars, und die 1908—18 fällige 3 %ige Anleihe coupon- und registered bonds in Höhe von 20 Dollars. Der Nennwert der Regierungsbonds bewegt sich also in der Tat zwischen 20 Dollars und 50 000 Dollars.

Bei den Staaten, Grafschaften und Kommunen ist dieser Spielraum bedeutend geringer. Papiere, die auf mehr als 1000 Dollars lauten, werden nur selten ausgegeben. Die Obligationen von Philadelphia lauten z. B. auf 25 Dollars, 50 Dollars, 100 Dollars und 1000 Dollars. Andere Städte setzen den Nennwert ihrer Papiere wieder auf 100 Dollars, 200 Dollars, 300 Dollars, 400 Dollars und 500 Dollars fest.

Der Nennwert der Gesellschaftspapiere beträgt nahezu ausnahmslos 1000 Dollars. Nur selten trifft man Emissionen an, deren Stückelung unter diesem Betrage zurückbleibt oder ihn übersteigt. Nennwerte, die niedriger als 100 Dollars und höher als 25 000 Dollars sind, werden bei den Gesellschaftspapieren nicht angetroffen.

Die Sprache, in welcher die Bonds abgefaßt sind, ist in der Regel die englische. Einige Gesellschaften geben ihre Anleihen zum Teil aber auch in deutscher, französischer oder spanischer Sprache heraus.

Der Text der Bonds ist etwa folgender:

---

[1]) Einzige Ausnahme hiervon die 1908—18 fällige 3 %-Anleihe.

Am Kopfe des Papieres steht in der Regel der Name des Schuldners, sowie eine genaue Bezeichnung des Papieres, z. B.

United States of America.
St. Louis and San Francisco Railroad Company.
Registered
Refunding mortgage gold bond
Due 1951.

(auf den Couponformularen bloß:
Refunding mortgage gold bond.)

Ferner finden wir die Nummer des Papieres verzeichnet; wenn eine Serieneinteilung der Emission vorgenommen wurde, die Serienangabe nach Buchstaben oder Ziffern und die Höhe des Nennwerts.

Sodann erfolgt ein formelles Schuldanerkenntnis, verbunden mit dem Zahlungsversprechen, die geschuldete Summe, sowie die sukzessive fällig werdenden Zinsen an einem bestimmten Ort zu bestimmter Zeit in bestimmter Währung zu zahlen. Als Ort ist bei Staatspapieren in der Regel the office of the treasurer oder Nebenämter, bei den Gesellschaftspapieren das Geschäftsbureau und bestimmte Bankhäuser in den Vereinigten Staaten, zuweilen auch in England, Deutschland, Frankreich und Südamerika bezeichnet. Fehlt die Angabe des Zahlungsortes, so kann dies zu großen Ungelegenheiten und gerichtlichen Konflikten führen, obwohl einzelne Fälle bekannt sind, bei denen große Gesellschaften die Angabe dieses Ortes als selbstverständlich ohne Nachteil unterlassen haben [1]).

Als Fälligkeitstermin für die Zinsen werden am häufigsten der 1. Januar und der 1. Juli bestimmt, verhältnismäßig selten der 1. April und der 1. Oktober, oder andere Monatstage. Die government bonds und wenige andere Papiere haben vierteljährige Zinstermine.

An das Zahlungsversprechen schließt sich in der Regel eine Beschreibung der Emission an, zu welcher der Bond gehört. Sie pflegt einen Hinweis auf die den Bond autorisierenden Staatsgesetze und Gesellschaftsbeschlüsse zu enthalten, welche seine rechtliche Grundlage bilden. Besonders bei den Papieren

[1]) Z. B. die New York, New Haven & Hartford Cy. hat bei ihren 3½%-Obligationen, fällig 1912, keinen Zahlungsort angegeben.

der juristischen Personen des öffentlichen Rechts sind diese Feststellungen von großer Bedeutung und werden gewöhnlich noch mit der Zusicherung verbunden, daß alle die Bondausgabe betreffenden Gesetze und Versammlungsbeschlüsse in rechtsgültiger Weise zustande gekommen sind. Die genannte Beschreibung enthält ferner auch die notwendigsten Angaben über die Sicherstellung der Bonds, über die Art und Weise, wie die Rückzahlung gehandhabt wird, und über die Rechte, welche den Gläubigern im Falle der Zahlungsverweigerung des Schuldners zustehen. Wurde, wie dies bei den meisten Gesellschaftspapieren der Fall ist, zur Sicherung der Gläubiger eine sogenannte mortgage deed, das ist ein Verpfändungsvertrag zwischen der Schuldnergesellschaft und einer Treuhandgesellschaft, ausgefertigt, so wird bezüglich der Einzelheiten auf diese verwiesen. Sodann folgt eine kurze Erklärung der Formalitäten, welche bei der Eigentumsübertragung beobachtet werden müssen. Der Inhalt dieser Erklärung ist natürlich verschieden, je nachdem die betreffende Obligation ein coupon oder ein registered bond ist.

Bei vielen Papieren findet sich auch noch ein Vermerk über ihr Verhältnis zu den Steuergesetzen. Die Eigentümer von government bonds sind innerhalb der Vereinigten Staaten von Amerika der Versteuerung dieser Papiere gänzlich enthoben. Daher enthalten alle government bonds die Bestimmung: „Diese Bonds sind von sämtlichen Steuern und Abgaben der Vereinigten Staaten und von jeder staatlichen, städtischen und lokalen Besteuerung befreit.“ Aehnliche Klauseln finden sich in den Staatspapieren, nur mit dem Unterschied, daß in ihnen die Steuerfreiheit nur innerhalb des Staatsgebietes gewährt wird. Auch die Kommunen und Gesellschaften treffen oft ähnliche Bestimmungen in ihren Papieren, indem sie dieselben für steuerfrei erklären; sie können dies allerdings nur dadurch bewerkstelligen, daß sie die auf den Papieren lastenden Einkommensteuern selbst bezahlen, es sei denn, daß ihnen vom Staate die Steuerfreiheit für ihre Papiere garantiert wurde, wie dies zuweilen der Fall ist[1]).

[1]) Fast alle Stadtanleihen von New York sind beispielsweise vom Staate New York als steuerfrei erklärt.

Am Schlusse tragen alle amerikanischen Schuldverschreibungen die Unterschriften derjenigen Beamten, welche mit der Ausgabe derselben betraut wurden, und das offizielle Siegel des Schuldners, welches auf das Papier gedrückt oder ins Papier gepreßt wird.

Seit die New Yorker Börse nur diejenigen Gesellschaftsobligationen zum Handel zuläßt, welche mit der Bestätigung einer Treuhandgesellschaft versehen sind, des Inhalts, „daß die betreffenden Exemplare der Zahl jener Papiere angehören, welche in der mortgage deed oder im Bondtext beschrieben sind", ist am Fuße aller dieser Papiere noch eine derartige Bescheinigung zu finden. Die Bestätigung hat den Zweck, eine betrügerische Ueberemission sowie Fälschungen zu verhindern, erfüllt diesen Zweck allerdings nicht immer. Nicht zu verwechseln ist sie mit dem certificate of legality, das bei den municipal bonds von Bedeutung ist. Letzteres wird, wie wir noch näher erfahren werden, von einem Anwalt ausgestellt und behandelt die Rechtsgültigkeit der Emission, während ersteres lediglich die Echtheit betrifft.

Mit dem coupon bond werden auch zugleich die Zinsscheine ausgegeben und zwar in der Regel alle Coupons, die vom Tage der Ausgabe bis zur Rückzahlung des Kapitals fällig werden, auch wenn die Lebensdauer der Papiere auf 100 Jahre oder länger angesetzt ist. Ueber ihre Form ist wenig zu sagen. Neben der Nummer des Papieres und der Angabe der Summe, die sie verbriefen, enthalten sie das Versprechen des Schuldners, die fällige Zinssumme am angegebenen Ort zur angegebenen Zeit in bestimmter Währung zu zahlen.

IV

Ausgabe und Handel der Bonds

Der Moment, in welchem die Bonds in der von uns gekennzeichneten Form in die Hände des Publikums gelangen, bedeutet nichts anderes, als den Abschluß eines zuweilen langwierigen Verfahrens: „der Ausgabe der Bonds". Hinsichtlich seiner Grundprinzipien ist dies Verfahren bei allen Klassen von Emittenten das gleiche. Im einzelnen bestehen jedoch so bedeutende Verschiedenheiten, daß wir es nur in großen Zügen verfolgen können. Zum größten Teil sind die Verschiedenheiten auf den Mangel an Rechtseinheit zurückzuführen, der in den Vereinigten Staaten von Amerika herrscht. Wie wir im folgenden sehen werden, ist das Recht, Anleihen aufzunehmen, bei den einzelnen Klassen von Emittenten an verschiedene Bedingungen geknüpft, je nachdem dieselben dem einen oder anderen Einzelstaate angehören.

Die amerikanische Union kann eine Anleihe nur ausgeben, wenn ihre gesetzgebende Körperschaft, der Kongreß, die Aufnahme derselben in einem besonderen Gesetze autorisiert hat. Zum Erlasse dieses Gesetzes ist der Kongreß ohne jede Einschränkung berechtigt. Die Verfassung der Vereinigten Staaten enthält keinerlei Bestimmungen, welche die Aufnahme von Anleihen nur unter gewissen Umständen oder bis zu einer bestimmten Höhe zulassen.

Bei den amerikanischen Einzelstaaten sind die rechtlichen Voraussetzungen für die Aufnahme von Anleihen verschieden. In der Regel haben die gesetzgebenden Kammern des betreffenden Staates die Ausgabe von neuen Schuldverschreibungen zu beschließen. Dies wird aber nicht in allen Staaten als ge-

nügend angesehen. In einigen, wie z. B. in Louisiana, muß dieser Beschluß in einer Volksabstimmung gutgeheißen werden. Wieder andere Staaten haben sich hinsichtlich der Aufnahme von Anleihen Selbstbeschränkungen auferlegt, wonach die Ausgabe von Schuldverschreibungen nur bis zu einer gewissen Gesamthöhe der Staatsschuld oder nur im Kriegsfalle gestattet ist.

Noch weniger als bei den Staaten ist die Schuldaufnahme bei den Kommunen einheitlich geregelt. In früheren Jahren nahmen die Kommunen das Recht in Anspruch, ohne staatliche Genehmigung Anleihen aufzunehmen; die Rechtsprechung der jüngsten Zeit hat diese Handlungsweise aber für ungesetzlich erklärt. Trotzdem ist heute in den wenigsten Staaten ein Spezialgesetz notwendig, das den einzelnen Kommunalanleihen die staatliche Sanktion erteilt. In den meisten Staaten ist durch generelles Gesetz den Kommunen die Ausgabe von Schuldverschreibungen unter gewissen Bedingungen gestattet, oder diese Erlaubnis ist ihnen bereits in ihrem Charter (dem städtischen Freibrief) erteilt. Die Beschränkungen, welche die Staatsgesetze den Kommunen bezüglich der Anleiheaufnahmen diktieren, oder welche sich die Kommunen selbst auferlegen, sind von mannigfacher Art. Fast alle Gesetze bestimmen, daß die Ausgabe der Papiere öffentlichen Zwecken zugute kommen muß; was unter öffentlichen Zwecken zu verstehen ist, ist in den einzelnen Staaten verschieden geregelt. Ebenso häufig findet sich auch die Anordnung, daß die Gesamtschuld einer Kommune einen gewissen Prozentsatz des Wertes nicht überschreiten darf, den die in ihr befindlichen steuerpflichtigen Vermögensobjekte verkörpern. Im Staate New York beträgt dieser Prozentsatz 10 %, in anderen Staaten oder Städten wiederum nur 2 %. Wieder andere Staaten verlangen, daß der Beschluß des kommunalen Verwaltungskörpers, eine Anleihe aufzunehmen, von den Einwohnern in einer öffentlichen Versammlung gebilligt wird. In der Regel setzen die Staatsgesetze und Ortsstatute nur die Bedingungen fest, unter welchen eine Anleiheaufnahme erfolgen darf; in manchen Staaten schreiben sie aber auch generell vor, zu welchem Preise etwa auszugebende Papiere verkauft werden müssen, bestimmen den Nennwert

derselben, ihre Fälligkeit, die Zinshöhe usw., kurz beschränken die städtischen Organe in ihrer Bewegungsfreiheit in jeder Weise.

Im Gegensatz zu den Kommunen werden die quasi public corporations bei der Aufnahme von Anleihen bedeutend weniger bevormundet. Gewöhnlich können dieselben Bonds unter den gleichen Voraussetzungen wie private corporations ausgeben, also lediglich auf Grund eines Gesellschaftsbeschlusses und brauchen die Genehmigung staatlicher Behörden nicht einzuholen. Dies ist aber nicht in allen Staaten der Fall. In New York haben z. B. seit dem Inkrafttreten des public service commission laws im Jahre 1907 alle public service corporations ein Gesuch um Erlaubnis zur Bondausgabe bei einer besonders gebildeten staatlichen Aufsichtsbehörde, der public service commission, einzureichen. Das Gesuch, dem Geschäftsbilanzen beizuliegen haben, kann abschlägig beschieden werden. Aehnliche Bestimmungen gibt es beispielsweise auch in Oregon und Vermont. Auch die Eisenbahnen haben in einigen Staaten die Erlaubnis, Papiere zu emittieren, bei einer staatlichen Behörde, der railroad commission, zu erholen. Man hat wiederholt anzuregen versucht, das Recht der Eisenbahngesellschaften, Wertpapiere zu emittieren, durch Bundesvorschriften einheitlich zu regeln und damit die große Rechtsverschiedenheit, welche durch die einzelstaatliche Gesetzgebung entstanden ist, zu beseitigen. Die radikalsten Reformvorschläge zielten auf eine vollkommene Unterordnung der verschiedene Staatsgebiete berührenden Eisenbahnen unter die Interstate Commerce Commission ab und verlangten, daß in Zukunft eine Emission von Wertpapieren nur mit Genehmigung dieser Behörde vorgenommen werden solle. Eine Kommission, die von Präsident Taft im Jahre 1909 zur kritischen Untersuchung der einzelnen Reformpläne eingesetzt wurde, hat sich aber den radikalen Forderungen nicht anschließen können. Die Kommission hält, wie sie in ihrem im Dezember 1911 erschienenen Report an den Kongreß ausführt, die Zeit für noch nicht gekommen, um zur Konstituierung einer Genehmigungspflicht aller Emissionen der genannten Eisenbahnen durch die Interstate Commerce Commission zu schreiten. Sie empfiehlt dagegen größere Publi-

zität in der Art, daß in Zukunft die den zwischenstaatlichen Verkehr vermittelnden Bahnen gezwungen sein sollen, bei Ausgabe von neuen Obligationen oder Aktien alle Details über Zweck und Verwendungsmodus, Zins, Rückzahlung, Emissionskurs usw. der Interstate Commerce Commission mitzuteilen. Es ist zu vermuten, daß die äußerst gemäßigten Vorschläge der Prüfungskommission gesetzliche Sanktion erhalten und noch geraume Zeit verfließen wird, bis die Bundeskontrolle auf das Emissionsrecht der Eisenbahnen wirksam ausgedehnt wird.

Die privaten Gesellschaften benötigen zur Bondausgabe lediglich die Zustimmung ihrer Gesellschafter, da ihnen das Recht, Schulden aufzunehmen, bereits in ihrem Charter gewährt wird. Eine einhellige Zustimmung wird selten verlangt, gewöhnlich sehen die Staatsgesetze, bzw. die Gesellschaftsstatuten eine Zweidrittelmajorität vor.

Entsprechend den verschiedenen Bestimmungen, welchen die einzelnen Klassen von Emittenten bei der Aufnahme von Anleihen unterworfen sind, unterscheiden sich die Maßnahmen, welche dieselben ergreifen, um die Autorisation neu auszugebender Papiere in die Wege zu leiten. Aber auch der weitere Verlauf des Emissionsverfahrens vollzieht sich bei ihnen nicht in gleicher Weise. Die Stellung, welche sie im allgemeinen Wirtschaftsleben bekleiden, der Charakter ihrer Papiere haben eine zu unterschiedliche Natur.

Die Ausgabe der Obligationen der Regierung liegt vollkommen in den Händen des Secretary of the treasury, der sich in Ausübung dieses Amtes eines großen Maßes von Freiheit erfreut. In dem Kongreßgesetz, welches die Aufnahme einer neuen Anleihe autorisiert, wird der Secretary in der Regel angewiesen, „coupon und registered bonds im Nennwert von 20 bzw. 50 Dollars, oder einem vielfachen hievon nicht unter pari in beliebigen Zeitabschnitten bis zu einem bestimmten Höchstbetrag auszugeben“. In dem Gesetze werden ferner gewöhnlich Bestimmungen über die Maximalhöhe der Zinsen, die Zeit der Rückzahlung und die Vergebungsmethode getroffen. Es bleibt daher dem Gutdünken des secretary überlassen, die Höhe des Nennwerts der Papiere zu bestimmen, die Zeit, in welcher die einzelnen Serien ausgegeben werden sollen, und die näheren

Bedingungen der Vergebung festzusetzen. In diesen Punkten kann er die Emission der jeweiligen Lage am Börsenmarkte anpassen.

Die Vergebung der Anleihen erfolgte in letzter Zeit entsprechend den gesetzlichen Vorschriften fast ausschließlich auf dem Wege der öffentlichen Subskription. Die in früheren Jahren zuweilen übliche Methode, die ganzen Anleihen mittels Submission abzugeben, wird zur Zeit nicht mehr angewendet, da sie sich nicht bewährt hat. Heute veröffentlicht daher in der Regel der Secretary of the treasury ein Schreiben, das nähere Angaben über die Emission enthält und vor allem über die Bedingungen Auskunft gibt, denen die Subskribenten sich unterwerfen müssen. Zu diesen Bedingungen gehört zumeist auch die Stellung einer Kaution in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes des Ankaufspreises, welcher gleichzeitig mit der Subskription oder wenigstens sofort nach Bekanntgabe der Zuteilung zu leisten ist. Nach dem Eintreffen der Zeichnungen werden dieselben an einem bestimmten Tage geöffnet, wonach die Zuteilung und Bekanntgabe erfolgt. Die Zahlungen werden alsbald beim Schatzamt oder einer Nebenstelle gemacht und die Bonds dort verabfolgt, oder per Post zugesandt. Die öffentliche Subskription hat sich bei allen großen Anleihen der vergangenen Jahre vorzüglich bewährt und der amerikanischen Regierung große Dienste geleistet [1]).

Bei den Einzelstaaten der amerikanischen Union geht die Ausgabe der Anleihen in ganz ähnlicher Weise wie bei der Regierung vor sich. Hier ist der state secretary of the trea-

---

[1]) So wurde z. B. bei der 5 % 10jährigen Regierungsanleihe, die im Jahre 1894 in Höhe von 50 000 000 Dollars ausgegeben wurde, ein Aufgeld von 8 633 296 Dollars erzielt. Für die 1895 ausgegebene und 1925 fällige 4 %-Anleihe betrug die Summe der Angebote auf die zu vergebenden 100 000 000 Dollars: 684 262 850 Dollars und das Aufgeld, welches erzielt wurde, 11 666 296 Dollars. Der größte Erfolg war der populären spanischen Kriegsanleihe von 1898 beschieden. Im ganzen waren für die 200 000 000 Dollars, die zu pari ausgegeben werden sollten, 320 000 Zeichnungen gemacht worden, die sich auf eine Summe von 1 400 000 000 Dollars beliefen. 116 000 Zeichnungen wurden damals berücksichtigt. Auf die im Jahre 1906 ausgegebene Panamaanleihe waren 1500 Angebote eingetroffen.

sury mit ihr betraut, wenn die Anleihen allgemein staatlichen Zwecken dienen soll; nur wenn die Anleihe dazu bestimmt ist, einer staatlichen Unterbehörde Geldmittel zu verschaffen, liegt ihre Ausgabe in der Regel in den Händen dieser Behörde. Entsprechend den gesetzlichen Vorschriften ist auch die Vergebungsmethode gewöhnlich die gleiche wie bei der Regierung. Nachdem die Aufnahme der Anleihe verfassungsgemäß autorisiert wurde, und die Bonds hergestellt sind, werden dieselben zumeist auf dem Wege der Subskription unter das Publikum gebracht.

Umständlicher gestaltet sich der Emissionsvorgang bei der Ausgabe der Provinzial- und Kommunalanleihen. An und für sich müssen die kommunalen Organe infolge der gesetzlichen Bestimmungen in der Regel einen größeren Apparat in Bewegung setzen als die Staaten, um ihre Anleihen auf eine rechtliche Grundlage zu stellen, da die Aufnahme von Schulden, wie oben bereits festgestellt wurde, häufig der Billigung der Einwohner oder der staatlichen Genehmigung bedarf. Sind alle notwendigen rechtlichen Erfordernisse erfüllt, so setzt sich die betreffende Kommune gewöhnlich mit einem angesehenen counsel (Anwalt) in Verbindung, um von ihm das früher erwähnte certificate of legality, die Bestätigung der Gesetzmäßigkeit der Emission zu erhalten. Die vielen ungültigen Kommunalanleihen, die infolge Rechtsunsicherheit oder bewußter falscher Handhabung der Gesetze in früheren Jahren auf den Markt gekommen sind, haben das Publikum veranlaßt, solchen Kommunalanleihen den Vorzug zu geben, die diese Zertifikation tragen. In der Hauptsache hat der counsel auf folgende Punkte sein Augenmerk zu richten:

1. darauf, daß die Kommune berechtigt ist, Schuldverschreibungen zu emittieren, sei es auf Grund ihres Charters, sei es auf Grund eines allgemeinen oder speziellen Staatsgesetzes;

2. daß die Autorisation der Bonds in rechtmäßiger Weise erfolgt ist, insbesondere die anläßlich der Autorisation stattgehabten Rats- und Volksversammlungen, einen gesetzmäßigen Verlauf genommen haben;

3. daß die Emission öffentlichen Zwecken zugute kommt;

4. daß die beabsichtigte Ausgabe von Schuldverschreibungen

die Gesamtverschuldung der Stadt nicht in einer Weise erhöht, welche den staatlichen oder städtischen Gesetzen zuwiderläuft und durch die Einkünfte nicht mehr sichergestellt werden kann;

5. daß die Form der Bonds zu Bedenken keinen Anlaß gibt, und endlich

6. daß die auf den Bonds unterzeichneten Beamten in Ausführung ihrer ihnen übertragenen Pflichten gehandelt haben.

Hat der counsel diese Punkte nachgeprüft und seine Anschauung in einem Gutachten niedergelegt, so wird auf den Papieren das certificate angebracht, das gewöhnlich folgenden Wortlaut hat: „Die Bestätigung der Gesetzmäßigkeit dieser Anleihe ist niedergelegt in einem Gutachten, das von jedem Inhaber dieses Papieres auf dem Bureau in N. eingesehen werden kann.“ Stellen sich in späterer Zeit trotzdem berechtigte Zweifel an der Gesetzmäßigkeit der Anleihe heraus, so können sich die Inhaber der Papiere auf ihren guten Glauben berufen, der durch die amerikanischen Gesetze weitgehenden Schutz findet. Tragen die Papiere jedoch dieses certificate nicht, und ihre Käufer haben sich über die wichtigsten Rechtsfragen nicht selbst orientiert, so können erhebliche Rechtsnachteile für sie entstehen, da ihnen der gute Glaube nicht schützend zur Seite steht.

Die Wege, welche die Kommunen nach der Begutachtung beschreiten, um ihre Papiere zu veräußern, sind verschieden. Die Vergebungsart hängt vollkommen von der jeweiligen Marktlage ab. Ist dieselbe günstig, so werden zuweilen die Bonds, nachdem ihre Ausgabe in den Zeitungen des Heimatbezirkes dem Gesetz entsprechend bekannt gegeben wurde, direkt durch die Kommunen an das Publikum verkauft; ist die Lage ungünstig, so werden sie zuweilen vom städtischen sinking fund angekauft. Meist werden die municipal bonds auf dem Wege der öffentlichen Subskription vergeben, oder im Wege der Negotiation an ein einzelnes Bankhaus verkauft. Ist letzteres der Fall, so veranlaßt dieses Bankhaus, da es sich gewöhnlich für den Fall sicher stellen möchte, daß ihm der Absatz aller Papiere nicht gelingt, die Bildung eines Bankkonsortiums, des sogenannten underwriting syndicate, welches die ganze Emis-

sion vom Bankhaus bedingungslos erwirbt[1]). Auf Rechnung dieses Syndikats vertreibt das Bankhaus die Bonds an seine Kunden und stellt schließlich die nicht veräußerten Stücke dem Syndikat zur Verfügung.

Am langwierigsten gestaltet sich der Verlauf der Ausgabe der quasi public corporation und private corporation bonds. Nicht die Autorisation der Anleihen bringt bei diesen Papieren die Verzögerung mit sich, sondern der Umstand, daß dieselben meistens eine besondere Sicherstellung durch die Verpfändung von Immobilien oder Mobilien erfahren, wie bereits an früherer Stelle festgestellt wurde. Nach der Autorisation der Papiere und der Einholung der eventuell notwendigen staatlichen Genehmigung setzen sich die Emittenten in der Regel zwecks Sicherstellung der auszugebenden Papiere mit einer Treuhandgesellschaft in Verbindung. Die sogenannten trust companies, welche nach den amerikanischen Gesetzen das Pfandhalteramt allen Körperschaften gegenüber übernehmen können, spielen bei der Finanzierung der Eisenbahn- und Industriegesellschaften auf diese Weise eine bedeutende Rolle. Mit ihnen schließen die Emittenten den Pfandvertrag ab, in welchem auch die wichtigsten Bestimmungen über die Ausgabe der Papiere, die Einlösung derselben usw. festgelegt werden. Juristisch stellt sich dieses Abkommen als ein Vertrag zugunsten Dritter dar, in welchem die Rechte zur Wahrung der Interessen der Papiereigentümer den trustees übertragen werden. Der Vertrag, der den Namen trust indenture, deed of trust oder mortgage deed trägt, stellt in der Regel ein Meisterstück juristischer Gedankenarbeit dar, in welchem die Rechte und Pflichten der beiden Vertragsparteien aufs ausführlichste bestimmt werden, so ausführlich, daß jede mortgage deed gewöhnlich ein dickes Buch ausmacht, das von den Besitzern der Bonds zumeist weder

---

[1]) Früher hingegen verpflichtete sich das Syndikat nur bedingungsweise zum Erwerbe der Bonds für den Fall, daß das Bankhaus nicht alle Papiere an das Publikum bringen konnte.

Das Syndikat kann aus einzelnen Bankiers, Bankhäusern oder Trust Compagnien bestehen. Ist die Vereinigung groß und die Abwicklung ihrer Geschäfte voraussichtlich von längerer Dauer, so wird gewöhnlich der Geschäftsplan in einem syndicate agreement (Abkommen) ausführlich niedergelegt.

verstanden, noch gelesen wird. Im Laufe der Jahre hat sich eine bestimmte typische Form ausgebildet, die den Verträgen zugrunde gelegt wird. An der Hand einer solchen Form wollen wir uns den Inhalt einer mortgage deed näher betrachten.

Zu Beginn des Vertrages werden die beiden Vertragsparteien namhaft gemacht und es wird festgestellt, in welchem amerikanischen Staate dieselben inkorporiert sind[1]). Sodann wird ein kurzer Ueberblick über die rechtliche Stellung der Schuldnergesellschaft und ihre finanziellen Verhältnisse (Aktienvermögen usw.) gegeben. Die Glaubhaftmachung, daß die Autorisation der Papiere in rechtmäßiger Weise erfolgt ist, geschieht in der Weise, daß ein genauer Bericht über die Versammlungen der Gesellschafter und der Vorstandschaft gegeben wird, in welchen die Ausgabe der Bonds, sowie die pfandweise Sicherstellung derselben beschlossen wurde, ferner genaue Angaben gemacht werden, welche Bestimmungen über die Höhe, Laufzeit, Zinsen usw. der Emission getroffen wurden.

Hieran schließt sich die Abschrift je eines der zu emittierenden coupon und registered bonds, eines Zinsscheines, sowie des an früherer Stelle erwähnten trustee certificate. Der nächste Abschnitt ist der bedeutungsvollste. Es werden in solennen Worten alle jene Objekte, welche der Anleihe als Sicherheit dienen sollen, von der Schuldnergesellschaft den trustees übereignet. Die zur Sicherstellung verwendeten Grundstücke, sowie das auf ihnen befindliche Mobiliar werden genau bezeichnet und die eventuell auf ihnen lastenden Hypotheken dem Range nach aufgeführt. Bei den Obligationen, die durch Faustpfand sichergestellt werden sollen, werden die zur Uebereignung kommenden Mobilien oder Wertpapiere aufs ausführlichste gekennzeichnet. Wird in der indenture das gesamte bewegliche und unbewegliche Eigentum der Schuldnergesellschaft zur Sicherstellung der Papiere herangezogen, so wird meistens auch die Bestimmung aufgenommen, daß alle nach der Ausgabe der Papiere ins Eigentum der Gesellschaft gelangenden Objekte als mitübereignet gelten sollen.

---

[1]) Die Inkorporation ist ein Mittelding von staatlicher Zulassung und der Anmeldung zum Handelsregister nach deutschem Recht.

Sodann werden ausführlich alle Rechte und Pflichten aufgezählt, die den beiden Vertragsteilen mit Rücksicht auf die Bonds erwachsen. Es wird festgestellt, wann die Ausgabe der Bonds erfolgen darf, in welchen Zeitabschnitten und zu welchen Zwecken der Erlös aus den Papieren verwendet werden soll, und wie die Rückzahlung vor sich zu gehen hat; auch wird genau bestimmt, welches Verfahren bei der Eigentumsübertragung der registered bonds und beim Umtausch von coupon in registered bonds, registered coupon bonds und umgekehrt von der Gesellschaft beobachtet wird. Die Aufnahme aller dieser Punkte in den Vertrag hat den Zweck, die Gläubiger in erhöhtem Maße sicherzustellen, da jede Verletzung einer dieser Bestimmungen einen Bruch des Vertrags darstellt.

Des weiteren enthält der Vertrag das Versprechen der Gesellschaft, alle Zins- und Kapitalzahlungen pünktlich zu leisten, die Versicherungspolicen, Steuern und Lasten für die verpfändeten Gegenstände zu zahlen und auf Verlangen der trustees weitere Pfandobjekte zu stellen. Hingegen verpflichten sich die trustees, solange der Vertrag eingehalten wird, die Schuldnergesellschaft im unmittelbaren Besitz der zur Sicherstellung übereigneten Objekte mit Ausnahme der Wertpapiere zu belassen und ihr zu gestatten, Zinsen und Dividende der nicht in ihren Händen verbleibenden Wertpapiere zu beziehen, sowie das Stimmrecht auf dieselben auszuüben.

Einen besonderen Abschnitt bilden die Bestimmungen über die Maßnahmen, welche die trustees für den Fall zu ergreifen haben, daß die Gesellschaft ihren Pflichten nicht nachkommt, insbesondere in Zahlungsschwierigkeiten und Konkurs gerät. Den trustees wird die Wahrnehmung aller Rechte, welche aus dem Pfandverhältnis erwachsen, zugestanden, jedoch in der Regel der Rückgriff auf die Gesellschafter versagt, deren persönliche Haftung für die Gesellschaftsschulden ausgeschlossen wird. In den Schlußartikeln wird die Rückübereignung aller durch den Vertrag in das Eigentum der trustees übergegangenen Objekte bei pünktlicher Tilgung der Anleihe gewährleistet.

Der Vertrag wird von den Präsidenten und Schriftführern der beiden kontrahierenden Gesellschaften unterzeichnet, die

Unterschriften werden notariell beglaubigt. Die Rechtsgültigkeit des Vertrags wird durch die Registrierung in den staatlichen Hypothekenbüchern erlangt.

Der Abschluß einer derartigen indenture nimmt in der Regel lange Zeit in Anspruch. Ist sie zustande gekommen, so werden die Papiere vertragsgemäß hergestellt; sodann wird zur Ausgabe derselben geschritten. Die Summe, welche zur Ausgabe gelangt, richtet sich natürlich ganz nach den jeweiligen Vertragsvereinbarungen. Wird der ganze autorisierte Betrag auf einmal ausgegeben, so heißt die mortgage deed, welche die Emission sicherstellt, closed (geschlossen). Bei den Kapitalisten erfreuen sich die Papiere, welche durch eine derartige closed mortgage sichergestellt sind, großer Beliebtheit, da sie nicht dem Kursrückgange ausgesetzt sind, den bei der sukzessiven Ausgabe einer Anleihe die bereits auf dem Markte befindlichen Titres in der Regel erleiden, wenn ein neuer Teilbetrag angeboten wird. Den Interessen der Gesellschaft aber dient eine solche indenture besser, die gestattet, innerhalb eines längeren Zeitraumes immer dann Teilbeträge bis zu einem bestimmten Höchstbetrag zu emittieren, wann die Durchführung des Arbeitsplanes neue Geldmittel verlangt. Diese mortgage indenture wird limited open end (begrenzt offene Hypothekenurkunde) genannt; sie wird besonders häufig angetroffen. Die ganze durch die mortgage deed sichergestellte Anleihe wird in mehrere Teilbeträge oder Serien geteilt, die in zweckentsprechender Folge zur Ausgabe gelangen, also z. B.: bei refunding bonds im Zeitpunkt der Fälligkeit der zu refundierenden Papiere, bei extension bonds nach der Fertigstellung der neuen Bahnlinien usw.

Um der Gesellschaft nicht die Möglichkeit zu geben, von den verschiedenen Teilanleihen einen unerlaubten Gebrauch zu machen, sind die Treuhänder in der Regel ermächtigt, die zur Ausgabe gelangenden Bonds erst dann mit ihrem certificate zu versehen, wenn ihnen vom Aufsichtsrat genaue Belege darüber vorgelegt werden, zu welchen Zwecken der Erlös aus den Papieren verwendet wird. Woraus diese Belege bestehen, richtet sich selbstverständlich ganz nach der Bestimmung der Bonds und den in der mortgage deed getroffenen

Vereinbarungen. So müssen bei improvement bonds und extension bonds in der Regel die Quittungen über die Ausgaben übergeben werden, welche die getroffenen Verbesserungen, bzw. die neuen Bahnbauten verursacht haben. Refunding bonds werden von den trustees der Schuldnergesellschaft nur ausgehändigt, wenn letztere bei den trustees ein Kapital deponiert, das denselben Wert wie die bonds repräsentiert; dieses Kapital wird nur gegen Uebergabe der refundierten Papiere zurückerstattet.

Die Gesamthöhe der einzelnen Teilanleihen ist in jedem Falle genau begrenzt. Aeußerst selten sind die Fälle, in denen die Gesamtanleihe nicht durch einen fixen Betrag bestimmt ist, sondern nur relativ eingeschränkt wird durch die Bestimmung, daß die Gesamtverschuldung der Gesellschaft einen gewissen Prozentsatz des Wertes ihres jeweiligen Eigentums nicht überschreiten darf. Die mortgage deed einer solchen Emission heißt open end mortgage (offene Hypothekenurkunde). Diese Art von Anleihen werden von Kapitalisten nicht gerne gekauft, da sie den Inhabern der Papiere die Kontrolle über die Summe der ausgegebenen und noch zur Ausgabe gelangenden Titres sehr erschweren und somit ein zuverlässiges Urteil über die Sicherheit der Emission nicht zulassen.

Die Vergebungsmethode der privaten Unternehmungen ist ebenso verschieden wie die der Kommunen. Läßt sich aus der Marktlage eine entsprechende Nachfrage von seiten des Privatkapitals erwarten, so beschreiten die Gesellschaften zuweilen den Weg der öffentlichen Subskription. Diese Art der Vergebung ist aber verhältnismäßig selten, da sie den Beamten der Gesellschaften viel Zeit und Mühe kostet. Die Negotiation wird der Subskription vorgezogen. Eisenbahn- und Industriegesellschaften stehen in der Regel behufs Abwicklung ihrer finanziellen Geschäfte mit einem oder mehreren Bankhäusern in Geschäftsverbindung. An eines derselben verkaufen sie gewöhnlich ihre ganzen Anleihen, nachdem sie ihren Aktionären vorher die Möglichkeit gegeben haben, ihren Bedarf zu decken. Das betreffende Bankhaus übernimmt dann alle weiteren Schritte zur Unterbringung der Anleihen.

Nach der Ausgabe der Bonds setzt der Handel mit ihnen

ein; derselbe nimmt bei den einzelnen Arten von Papieren einen verschiedenartigen Verlauf, der zum Teil mit seiner örtlichen Dezentralisation im Zusammenhang steht. Durchaus nicht alle Emittenten beantragen die Zulassung ihrer Papiere zum Börsenhandel. Die Bundesregierung veranlaßt stets die Eintragung ihrer Papiere an der New Yorker Börse, die Einzelstaaten und Kommunen äußerst selten; von den privaten Unternehmungen tragen im allgemeinen nur die größeren für die Börsenzulassung Sorge. Der Umsatz der an der Börse zugelassenen Papiere vollzieht sich aber nur zum Teil an dieser Stelle. Ein bedeutender Prozentsatz derselben wird im Verein mit den nicht an der Börse eingetragenen Papieren — hierzu gehören vor allem solche Obligationen, die nur persönliches oder lokales Interesse genießen, — von den verschiedenen Banken, Trust Compagnien und Bondhäusern [1]) gehandelt, die über das ganze Land verbreitet sind.

In früherer Zeit spielte auch das unlisted department, eine Nebenabteilung der New Yorker Börse, eine bedeutende Rolle beim Bondhandel. Da dieses department keine Zulassungsbedingungen aufstellte, konnten dort alle jene Schuldverschreibungen gehandelt werden, welche die strengen Zulassungsbedingungen des listed department, der eigentlichen Börse, nicht erfüllen konnten, sei es, daß ihre äußere Form oder ihre Gesetzmäßigkeit zu Bedenken Anlaß gab. Seit das unlisted department aber vom 1. Mai 1910 ab zu bestehen aufgehört hat, findet der Handel solcher Papiere entweder auf der New Yorker Nebenbörse in Broadstreet, curbmarket, statt, die zugleich als Schlupfwinkel aller spekulativen und unsicheren Werte gilt, oder er wird ebenfalls von Bondhäusern, Trust Compagnien usw. besorgt [2]).

Wie hoch sich die jährlichen Gesamtumsätze an Obliga-

---

[1]) Bondhäuser sind in der Regel Gesellschaften, die sich vorzüglich mit dem An- und Verkauf von Bonds befassen und hierfür einen großen Stab von geschulten Agenten besitzen.

[2]) Wo auch immer der Handel der Obligationen stattfinden mag, eine Umsatzsteuer hierfür wird weder an der Börse noch anderwärts erhoben, wie überhaupt die amerikanischen Obligationen keiner anderen Besteuerung als der Einkommensteuer unterliegen. Anders verhält es

tionen in den Vereinigten Staaten belaufen, entzieht sich unserem Urteil, da die meisten Institute, welche sich mit dem Bondhandel befassen, keine oder nur ungenügende statistische Berichte darüber veröffentlichen. Nur die New Yorker Börse gibt eine umfassende und zuverlässige Statistik heraus. Die großen Schwankungen, welchen der Bondumsatz in den verschiedenen Jahren unterworfen ist, gehen aus derselben deutlich hervor.

Nach den Angaben der Financial Review 1910 betrug der Wert der Börsenumsätze

im Jahre 1900	an government bonds . . .	7 012 080 Dollars
	an state bonds	2 082 200 „
	an Eisenbahn- und anderen Obligationen	569 159 000 „
	insgesamt	578 253 280 Dollars
im Jahre 1904	an government bonds . .	681 180 Dollars
	an state bonds	24 652 575 „
	an Eisenbahn- und anderen Obligationen	1 014 812 700 „
	insgesamt	1 040 146 455 Dollars
im Jahre 1909	an government bonds . .	771 200 Dollars
	an state bonds	37 115 700 „
	an Eisenbahn- und anderen Obligationen	1 279 404 100 „
	insgesamt	1 317 291 000 Dollars
im Jahre 1910	dagegen	
	an government bonds . . .	359 200 Dollars
	an state bonds	42 594 450 „
	an Eisenbahn- und anderen Obligationen	591 769 200 „
	insgesamt	634 722 850 Dollars

Die Bondumsätze am Curbmarket betrugen 1910 zirka 70 000 000 Dollars.

Bei dem Handel der amerikanischen Obligationen bildet der Umstand ein wichtiges Moment, ob die Papiere coupon bonds

---

sich bei den stocks, welche seit 1905 im Staate New York einer Börsenumsatzsteuer von 0,02 % unterworfen sind.

oder registered bonds sind. Wegen ihrer leichteren Uebertragbarkeit wird den coupon bonds auf dem amerikanischen Effektenmarkte der Vorzug gegeben; dies drückt sich rein äußerlich darin aus, daß die coupon bonds gewöhnlich etwas höher im Kurse als die registered bonds derselben Anleihe stehen. Während die coupon bonds durch die bloße Uebergabe des Papieres und der Zinsscheine in das Eigentum des Käufers übergehen, verlangt die Uebereignung der registered bonds[1]) folgende Formalitäten: dieselben müssen vom Verkäufer oder dessen Bevollmächtigten unter Namhaftmachung des Käufers auf der Geschäftsstelle des Emittenten, welche die Schuldbücher führt, eingeliefert werden. Der Name des Verkäufers wird darauf in den Büchern gestrichen, und der Käufer eingetragen. Bei den Obligationen der juristischen Personen des öffentlichen Rechts wird sodann in der Regel der Name des neuen Eigentümers auf der Rückseite des Papieres in der Registrierklausel eingetragen, während bei den Obligationen der privaten Unternehmungen die alten registered bonds überhaupt eingezogen werden, und neue Papiere, die auf den Namen des Käufers lauten, demselben überantwortet werden.

Da sich während des Handels der Papiere sehr oft das Bedürfnis herausstellt, coupon bonds in registered bonds zu verwandeln, so gestatten die meisten Emittenten den Umtausch dieser Papiere, der dadurch vollzogen wird, daß die coupon bonds samt Zinsscheinen eingezogen und an ihrer Stelle registered bonds ausgegeben werden. Umgekehrt wird den Eigentümern von registered bonds meist die Umwechslung in coupon bonds in gleicher Weise gestattet. Die privaten Gesellschaften erlaubten fast ausnahmslos auch den Umtausch der coupon bonds und registered bonds in registered coupon bonds; der Umtausch wird vollzogen, indem auf die Rückseite eines gewöhnlichen coupon bonds der Name des Eigentümers eingetragen, und dieser Name ebenso in den Schuldbüchern verzeichnet wird. Die Geltendmachung des Rechts aus dem Papier

---

[1]) Die registered bonds sind, wie bereits an früherer Stelle festgestellt wurde, nicht mit Zinsscheinen ausgestattet; die Zinszahlung wird meist durch Scheck übermittelt.

steht dann nur dem auf dem Bond und in den Schuldbüchern eingetragenen Eigentümer zu, während die Geltendmachung des Rechts aus den fälligen Zinsscheinen jedem Inhaber möglich ist. Beim Handel dieser registered coupon bonds sind ähnliche Formalitäten zu beachten, wie bei den registered bonds. Der Eigentumsübergang des Papieres auf den Käufer findet nur statt, wenn der Name desselben auf Veranlassung des Verkäufers in den Schuldbüchern und auf dem Bond selbst eingetragen wurde.

V

Rentabilität der Bonds

Die Rentabilität der Bonds war entsprechend der jeweiligen Lage am Wirtschaftsmarkte in den einzelnen Epochen der amerikanischen Geschichte eine verschiedene. Als nach dem Bürgerkriege die Kapitalbedürfnisse der Staaten und Städte, sowie der Unternehmungsgeist der privaten Gesellschaften ungeheuer zunahmen, wurden sehr hohe Zinsen für alle Arten von Anleihen gewährt. Mit der steigenden Uebersättigung an Kapital, die gegen Ende des 20. Jahrhunderts eintrat, sank der Zins von Jahr zu Jahr. Erst dem Beginn des neuen Jahrhunderts, das wieder einen Aufschwung in Handel und Industrie mit sich brachte, blieb es vorbehalten, dies Sinken zum Stillstand zu bringen, wenigstens was die Papiere der Staaten, Kommunen und privaten Unternehmungen betrifft. Auf die Rentabilität der United states government bonds übte die steigende Tendenz des Zinsfußes keine Wirkung aus.

Von allen amerikanischen Kreditnehmern ist es zur Zeit die Bundesregierung, welche die niedrigsten Zinsen auf ihre Bondschuld zahlt. Während sie in den letzten Jahrzehnten des vorigen Jahrhunderts noch Anleihen zu 5 und 4 % und bloß die spanische Kriegsanleihe zu 3% emittierte, gewährte sie auf die im neuen Jahrhundert ausgegebenen Papiere nur mehr 2 %, somit einen Zins, den nahezu kein anderer Staat der Welt anzubieten wagt. Der Durchschnittsnominalzins, der auf die government bonds gezahlt wurde, betrug 1890 noch 4,05 %, 1900 3,27 % und 1911 2,33 %. Die Rentabilität der 2%-Obligationen der Regierung, aus welchen zur Zeit der größte Teil der fundierten Schuld besteht (s. Tabelle I), ist, da dieselben etwas über pari emittiert wurden und zurzeit

Tabelle I

Durchschnitts-Nominalzins der Einzelstaaten am 30. September 1890 und 1902

berechnet nach den Berichten des Census office 1907

Staaten	1890 %	1902 %	Staaten	1890 %	1902 %	Staaten	1890 %	1902 %	Staaten	1890 %	1902 %	Staaten	1890 %	1902 %
Maine	3	3	Delaware	3,6	3	Ohio	3	3	Kentucky	4,5	3,4	Montana	ohne fundiert. Sch.	5,8
New Hampshire	5,9	4,9	Maryland	3,4	3	Indiana	3,1	3,1	Tennesee	3,2	3,2			
Vermont	ohne fundierte Schuld		District of Columbia	4,3	3,7	Illinois	ohne Zinsen		Alabama	4	4,1			
			Virginia	4,9	3	Michigan	ohn. Zins.	3,3	Mississippi	3,1	5,6	Wyoming	6	6
Massachusetts			West Virginia	ohne fundierte Schuld					Louisiana	7	7	Colorado	3,5	4,1
direkte Schuld	3	3,2				Wisconsin	ohne fundierte Schuld		Texas	6,1	5,7	New Mexico	6,4	5,8
Contingent Schuld	4,8	3,4	North Carolina	3,9	4,7				Oklahoma	6	6	Arizona	7,2	4,9
Rhode Island	6,2	3,6	South Carolina	5,6	4,5	Minnesota	4,5	3,5	Arkansas	6	3	Utah	5	4
Connecticut	3,3	3,1	Georgia	3,6	4,2	Jowa	ohne fundierte Schuld					Nevada	4	4
New York	5,6	3	Florida	6,2	3,9							Idaho	7,3	4,6
New Yersey	6	ohne fundiert. Sch.				Missouri	3,9	3,5				Washington	3,5	3,5
						North Dakota	4,7	4,2				Oregon	7,1	ohn. Zins.
Pennsylvanien	4,2	3,8				South Dakota	4,6	4,2				California	5,9	5,6
						Nebraska	7,2	ohne fundiert. Sch.						
						Kansas	6,6	4						
North Atlantic Division	4,5	3,4	South Atlantic Division	4,4	3,5	North Central Division	4	3,8	South Central Division	4,9	4,8	Western Division	5,8	5

noch etwas über pari stehen, heute niedriger als 2%. Die Rentabilität der 4%-Bonds ist heute zirka 3%, die der 3% etwas weniger als 3%.

Die Bundesregierung ist in der Lage, ihre Papiere bei so verhältnismäßig niedrigem Zinsfuße zu vergeben, da sie sich auf gesetzlichem Wege ein künstliches Absatzgebiet gesichert hat. Die Regierung hat bestimmt, daß die Nationalbanken nur dann Banknoten ausgeben dürfen, wenn diese Noten durch die Hinterlegung von United states government bonds beim Bundesschatzamt sichergestellt sind, ferner, daß in den Banken Bundesgelder zeitweise deponiert werden können, wenn durch Hinterlegung von United states bonds und bestimmten anderen Obligationen Sicherheit geleistet wird. Die Nationalbanken sind daher gezwungen, wenn sie von diesen für sie vorteilhaften Privilegien Gebrauch machen wollen, eine gewisse Anzahl government bonds zu erwerben. Der großen hierdurch entstehenden Nachfrage steht aber nur ein sehr geringes Angebot gegenüber, da die Gesamtsumme der fundierten amerikanischen Bundesschuld sehr niedrig ist, so daß die amerikanische Regierung es sogar wagen könnte, noch schlechtere Bedingungen zu bieten, ohne dadurch die Nachfrage nach ihren Papieren zu beeinträchtigen.

Mit bedeutend höheren Zinsansprüchen, als die United states bonds sind die Obligationen der Einzelstaaten und Kommunen ausgestattet. Nach dem Bericht des Census office vom Jahre 1907 betrug der Durchschnittsnominalzins, der in den Vereinigten Staaten von seiten der Einzelstaaten, Grafschaften, Städte, Dörfer und Schuldistrikte im Jahre 1902 gegeben wurde, 4,1%, während er bei der Bundesregierung zirka 2,95% betrug.

In den einzelnen geographischen Teilen der nordamerikanischen Union gestaltete sich der Durchschnittsnominalzins der Einzelstaaten, Grafschaften, Städte, Dörfer und Schuldistrikte im Jahre 1902 folgendermaßen:

In der	North Atlantic	Division betrug er	3,8%
„ „	South „	„ „ „	4,2 „
„ „	North Central	„ „ „	4,6 „
„ „	South „	„ „ „	5,0 „
„ „	Western	„ „ „	5,3 „

Die große Verschiedenheit, welche die Höhe des Durchschnittsnominalzinses in den einzelnen Teilen der Union aufweist, ist auf mehrere Ursachen zurückzuführen. Man könnte glauben, daß insbesondere die wirtschaftliche Verfassung der einzelnen Landesteile von Bedeutung sei und daher der Zins in den ackerbautreibenden Gegenden niedriger wäre, als in industriell entwickelten, in denen die Staaten und Städte gezwungen sind, der Konkurrenz der hochverzinslichen Industriepapiere zu begegnen. Der Einfluß der wirtschaftlichen Verfassung scheint aber durch andere Momente vor allem durch die verschiedenartige Entwicklung des Volksreichtums in den einzelnen Landesteilen und des Kredits der Emittenten verdrängt zu werden. Auch die einzelstaatliche Gesetzgebung dürfte nicht ohne Einfluß auf die Höhe des Zinses sein. Wird in einem Staate den Sparbanken und Trustkompanien verboten, in anderen Papieren als government, state, municipal und county bonds Gelder anzulegen, so wird dadurch den Staats- und Kommunalpapieren ein so großes Absatzgebiet gesichert, daß die Staaten und Kommunen es nicht nötig haben, durch hohe Zinsbedingungen sich Käufer anzulocken. Denn die auf diese Weise mit dem gesetzlichen Stempel der Sicherheit versehenen Papiere werden nun nicht nur von den Sparbanken zur Anlage herangezogen, sondern auch von allen jenen Personen, welche sich durch die Eigenart ihres Amtes oder aus anderen Ursachen zu einer besonders sorgfältigen Vermögensverwaltung veranlaßt sehen (Vormünder, Kuratoren, vorsichtige Kapitalisten).

Tabelle I, in der wir den Durchschnittsnominalzins der Einzelstaaten allein verzeichnet finden, kann am besten veranschaulichen, wie verschieden die Höhe des Nominalzinses in den einzelnen Staaten ist. Aus der gleichen Tabelle können wir auch ersehen, daß die Nominalzinshöhe von 1890 bis 1902 gesunken ist. Bei den einzelnen angegebenen Staaten und Territorien zeigen sich erhebliche Differenzen zwischen dem Nominalzins, der im September 1890 und im September 1902 auf die Papiere gezahlt wurde. Der Durchschnittsnominalzins aller Staaten, der im Jahre 1890 4,6 % betrug, belief sich im Jahre 1902 nur mehr auf 4,1 %.

Es steht kein genügendes statistisches Material zur Verfügung, das einen genauen Ueberblick über die weitere Entwicklung des Durchschnittsnominalzinses der Staaten erlaubt. Derselbe dürfte weiterhin gesunken sein und heute etwa 3,8% betragen.

Tabelle II

Prozentuale Darstellung des Nominalzinses der fundierten Schuld der Staaten, Grafschaften und der gemeindlichen Verbände im Jahre 1902

(berechnet nach den Berichten des Census office 1907)

	Es wurden emittiert von der Gesamtschuld der		
	Staaten und Territorien %	Grafschaften %	gemeindlichen Verbände %
in 3 % Papieren . . .	35,9	1,6	11,7
„ 3½ „ „ . . .	24,4	9,7	23,6
„ 4 „ „ . . .	6,6	29,1	28,7
„ 4½ „ „ . . .	4,9	10,1	3,8
„ 5 „ „ . . .	6,6	24,2	5,9
„ 5½ „ „ . . .	—	1,5	0,14
„ 6 „ „ . . .	13,3	16,9	6,6
„ 7 „ „ . . .	7,7	1,9	2,1
„ anders verzinslichen Papieren	0,6	15	19,46
	100	100	100

Durchschnittsnominalzins im Jahre 1902

der

Staaten und Territorien . . . 4,1 %
Grafschaften . . . . . 4,7 „
gemeindlichen Verbände . . . 4,1 „

(Census office 1907).

Ein Blick in die neueren Verzeichnisse der amerikanischen Staatspapiere genügt, um zu erkennen, daß zur Zeit der größte Teil der Bondschuld der amerikanischen Staaten aus 3-, 3½- und 4%-Papieren besteht. Die in Tabelle II gegebene Statistik, welche den prozentualen Anteil der zu verschiedenem Zinsfuß ausgegebenen Obligationen an der Gesamtstaatsschuld für das Jahr 1902 beleuchtet, wird daher heute ein wesentlich anderes Bild geben. Auf Kosten der 5-, besonders der 6- und 7%-Papiere wird die Anzahl der 4%-Papiere gestiegen sein, während der Prozentsatz der 3- und 3½%-Papiere sich wenig verändert haben dürfte.

Die Rentabilität der einzelnen Staatspapiere ist naturgemäß eine verschiedene. Die 4%-Papiere stehen heute in der Regel etwas über pari, die 3%-Papiere unter pari. Durchschnittlich darf wohl eine Rentabilität von etwas über 3% angenommen werden.

Wesentlich höher als bei den Staatspapieren stellte sich im Jahre 1902 der Durchschnittsnominalzins bei den Grafschaftspapieren, der in diesem Jahre 4,7% betrug. Wie aus Tabelle II hervorgeht, waren von der Gesamtbondschuld der Grafschaften in 3- und 3½%-Papieren 1,6 bzw. 9,7% emittiert, während von der Bondschuld der Staaten zum gleichen Zins 35,9 bzw. 24,4% ausgegeben waren. Der größte Teil der county bonds war zu 4% und 5% ausgegeben. Auch heute beträgt ihr Nominalzins größtenteils 4 und 5%, und die Papiere rentieren höher wie die Staatspapiere.

Die Schuldverschreibungen der Städte, Dörfer und Schuldistrikte boten im Jahre 1902 einen Durchschnittszins von 4,1%, also ebenso hoch wie die Staatspapiere. Der 4%-Typ hatte bei ihnen das Uebergewicht, und dieses Uebergewicht dürfte sich in den letzten Jahren noch etwas verstärkt haben. Die meisten großen Städte sahen sich zu Beginn dieses Jahrhunderts gezwungen, ihren Zinsfuß zu erhöhen. New York, das um 1900 2½-, dann 3- und 3½%-Bonds emittierte, ging 1906 zur Ausgabe von 4% über. Und New York steht mit diesem Vorgehen nicht allein da.

Chicago, St. Louis, Boston, Philadelphia, Cincinnati und viele andere Städte haben in dieser Zeit ihren Zinsfuß erheblich

Tabelle III

Durchschnittsnominalzins der Eisenbahnbonds und Durchschnittsdividende von 1885—1909

(Poors Manual of the Railroads of the U. St. 1909)

Jahr	Durchschnittszins	Durchschnittsdividende
1885	4,97	2,00
1890	4,44	1,82
1895	4,24	1,58
1900	4,27	2,44
1901	4,24	2,65
1902	4,10	2,97
1903	4,17	3,03
1904	4,01	3,31
1905	3,79	3,27
1906	3,99	3,63
1907	3,87	3,73
1908	3,88	3,50
1909	3,87	3,68

Tabelle IV

Prozentuale Verteilung des Durchschnittsnominalzinses auf die Eisenbahnschuld im Jahre 1908

(aus 21 annual Report of the Statistics of Railways in the U. St. Bureau of Statistics and Accounts 1909 Washington)

Gezahlte Dividende resp. Zinsen %	auf Prozente aller autorisierten Aktien %	auf Prozente aller autorisierten Bonds mit Ausnahme der equipment trust bonds %	auf Prozente aller autorisierten mortg. bonds %	auf Prozente aller autorisierten collateral trust bonds %	auf Prozente aller autorisierten debentures %	auf Prozente aller autorisierten income bonds %	auf Prozente aller übrigen autoris. Eisenbahnbonds %
0	34,31 [1])	7,24 [2])	7,37 [3])	1,31 [4])	3,51 [5])	46,57 [6])	1,62 [7])
weniger als 2 .	3,23	0,28	0,12	—	—	6,57	0,01
2—3	2,42	0,07	0,01	0,47	—	0,38	48,11
3—4	0,65	12,92	11,26	18,48	8,66	9,54	35,35
4—5	7,64	50,08	48,27	66,57	53,93	30,60	12,69
5—6	11,32	19,34	20,39	11,07	28,26	5,03	2,09
6—7	12,40	8,17	9,99	2,10	5,64	1,29	—
7—8	13,51	1,89	2,59	—	— 0,01	0,02	0,13
8—9	3,59	— 0,01	— 0,01	—	—	—	—
9—10	0,76	—	—	—	—	—	—
über 10 . . .	10,17	—	—	—	—	—	—
	100	100	100	100	100	100	100
Hiervon im Gesellschaftsportefeuille	[1]) za. 0,98	[2]) za. 5,45	[3]) za. 6,67	[4]) za. 1,31	[5]) za. 1,9	[6]) za. 3,4	[7]) za. 1,3

erhöht. Die Rentabilität ihrer Papiere, die 1900 zwischen 2,9 und 3,10 % schwankte, bewegte sich 1906 zwischen 3,4 und 3,8 % und erreichte 1908 durchschnittlich 3,9 % [1]). Das große Kapitalbedürfnis der im Aufschwung befindlichen Industrie, welches besonders günstige Anleihebedingungen für die Kapitalisten zeitigte, mag mit die Ursache zu dem Ansteigen des städtischen Zinsfußes gewesen sein, das 1908 seinen Höhepunkt erreichte und nicht nur in den Vereinigten Staaten, sondern auch in den meisten anderen Ländern beobachtet werden konnte. Neben den 4 %-Papieren stellen heute die 3- und 3½ %igen das größte Kontingent der fundierten Schuld der amerikanischen Städte.

Der Durchschnittsnominalzins der railroad bonds wird durch Tabelle III veranschaulicht. Seit dem Jahre 1885 ist er fast stetig von Jahr zu Jahr im Abnehmen gewesen. Von 4,97 % im Jahr 1885 ist er auf 3,87 % im Jahre 1909 gesunken. Interessant ist zu bemerken, daß die auf die Eisenbahnaktien ausgeschüttete Durchschnittsdividende von 2,0 % im Jahre 1885 auf 3,68 % im Jahre 1909 gestiegen ist.

Trotz des starken Sinkens des Durchschnittsnominalzinses ist die Höhe der Nominalzinsen der Eisenbahnobligationen, wie wir aus Tabelle IV ersehen, nicht gering. 50,08 % aller Bonds gaben 1908 4—5 %, 19 % 5—6 % Zins. Bei den einzelnen Bondtypen ist die Höhe des Zinses natürlich ganz verschieden. So trugen etwa 43,1 % aller income bonds und 0,7 % aller mortage bonds keinen Zins, während 30 % der ersteren und 48 % der letzteren zwischen 4—5 % gewähren. Höher als 8 % ist der Nominalzins in der Regel nie bei den Eisenbahnbonds bemessen, er bewegt sich größtenteils zwischen 4 und 6 %, während die Dividende hauptsächlich zwischen 5 und 8 % schwankt, aber auch in nicht unbeträchtlichem Maße 10 % übersteigt. Die Durchschnittsrentabilität der Eisenbahnpapiere beläuft sich heute auf zirka 4,25 %.

Weitaus am höchsten verzinslich unter den amerikanischen

---

[1]) Die Rentabilität der Papiere New Yorks betrug 1900 2,98 %, 1906 3,70 %, 1907 4,40 %; die Rentabilität der Anleihen von Chicago 1900 3,10 % und 1906 3,80 %.

Obligationen sind die Industriepapiere; leider hat die Statistik sich mit den finanziellen Verhältnissen der Industrie noch sehr wenig beschäftigt. Ein Blick in das New Yorker Kursblatt und die verschiedenen manuals of industrial companies genügt aber, um uns zu zeigen, daß nur ein ganz geringer Teil der Industriepapiere mit 4 %, die meisten mit 5 und 6 % ausgestattet sind. Ihre Rentabilität dürfte sich durchschnittlich um 1 % höher als die der Eisenbahnpapiere stellen.

VI

Fälligkeit und Tilgung der Bonds

Wie schon im II. Kapitel festgestellt wurde, unterscheidet man bei den amerikanischen Obligationen solche, denen eine begrenzte Lebensdauer, und solche, denen eine unbegrenzte zukommt. Aus letzteren besteht nur ein verschwindend kleiner Teil der Bonds, die ersteren bilden den normalen Typ. Die Länge der Lebensdauer, mit welcher die einzelnen Papiergattungen ausgestattet werden, ist nun freilich ganz verschieden. Die Emittenten anerkennen in dieser Beziehung zwar bestimmte Prinzipien, halten dieselben aber nicht immer ein. Die Regierung pflegte in letzter Zeit ihren Anleihen eine Laufzeit von 10 bis höchstens 50 Jahren zu geben. Die Einzelstaaten setzen in der Regel den Zeitpunkt der Fälligkeit ihrer Obligationen nicht später als 40 oder 50 Jahre nach der Ausgabe an. Auch die Industriepapiere haben eine verhältnismäßig kurze Lebensdauer, die 30 Jahre selten überschreitet. Der Grund hierfür liegt in den schwankenden finanziellen Verhältnissen, denen jede Industrieart unterworfen ist, und welche die Rückzahlung von sehr langfristigen Papieren nicht immer gewährleisten können.

Anders verhält es sich bei den Eisenbahngesellschaften. Nach ihren Angaben sind sie in der Lage, auf unabsehbare Zeit ihre Stellung als Verkehrsmittel nicht nur zu behalten, sondern auch unbeeinflußt von wirtschaftlichen Krisen zu erweitern und können daher bei ihrer zunehmenden Wertsteigerung wohl imstande sein, die sichere Rückzahlung von sehr lang laufenden Obligationen zu gewährleisten. Infolgedessen

finden sich auch unter den railroad bonds viele Papiere, die erst nach 100 Jahren oder später fällig werden [1]).

Der Zeitpunkt, welchen die Emittenten als Fälligkeitstermin ihrer Obligationen festsetzen, kann eine doppelte Natur haben; er kann ein fixer Termin sein, derart, daß nur an diesem Termine die Tilgung der Papiere stattfinden darf und soll, oder er kann ein Maximaltermin sein, derart, daß spätestens an diesem Zeitpunkt die Papiere getilgt werden sollen.

Die Obligationen, bei welchen der Endtermin ihrer Laufzeit fix bestimmt ist, die also vorzeitig untilgbar und unkonvertierbar sind, werden in den Vereinigten Staaten bedeutend häufiger angetroffen, als in Europa. Vor allem juristische Personen des öffentlichen Rechts, weniger private Unternehmungen, kommen als Emittenten dieser Papiere in Betracht. Die Gründe, welche besonders Staaten und Städte zur Ausgabe dieser Papiere veranlaßt haben, sind naheliegend. Infolge der Konkurrenz, die ihnen aus den zunehmenden Kapitalansprüchen der privaten Unternehmer erwuchs und infolge ihrer eigenen Unfähigkeit, ihre Papiere mit bedeutend höheren Zinsansprüchen auszustatten als bisher, mußte es ihnen immer größere Schwierigkeiten bereiten, einen entsprechenden Abnehmerkreis unter den Kapitalisten zu finden. Sie suchten daher durch besonders günstige Tilgungsbestimmungen sich Käufer anzulocken. Naturgemäß waren ihre Bestrebungen von Erfolg gekrönt, da die Papiere, welche die Käufer von der Gefahr einer vorzeitigen Kündigung oder Auslosung und von allen mit dieser Gefahr verbundenen Begleiterscheinungen befreiten, notwendigerweise eine große Anziehungskraft auf das Publikum ausüben mußten. Allerdings mußten die Emittenten dieser Papiere durch die Festsetzung eines fixen Fälligkeitstermins an Stelle eines Maximaltermins auf das Recht verzichten, die Papiere dann zu tilgen, wenn die Umstände eventuell vor Fälligkeit der Papiere eine günstige Tilgungsgelegenheit bieten würden.

Da die privaten Unternehmungen infolge ihrer verhältnis-

---

[1]) Wohl die längste Laufzeit besitzen die von der New York Central garantierten 4 % 1 mtg. West shore bonds, die erst im Jahre 2361 fällig werden.

mäßig günstigen Rentabilität es in der Regel nicht nötig haben, durch Ausschluß vorzeitiger Kündigung Kapitalisten für ihre Papiere zu interessieren, so geben sie vornehmlich Anleihen aus, die vor dem Eintritt des ihnen ursprünglich bestimmten Fälligkeitstermins ganz oder zum Teil zur Tilgung einberufen werden können. Auch viele juristische Personen des öffentlichen Rechts emittieren die vorzeitig kündbaren und konvertierbaren Papiere, so daß dieselben eine ungleich größere Verwendung in den Vereinigten Staaten als die vorzeitig unkündbaren Papiere finden.

Private Unternehmer wie Staaten und Kommunen lassen sich aber häufig bei der Ausgabe der vorzeitig kündbaren Obligationen wenigstens insoweit zu Konzessionen an die Käufer herbei, als sie sich verpflichten, nicht vor Ablauf einer bestimmten Frist die Tilgung eintreten zu lassen. Bei den Schuldverschreibungen der Regierung bildet die Erteilung dieser Zusage die Regel [1]).

Die Einberufung zur Tilgung vor Eintritt des ursprünglich festgesetzten Fälligkeitstermins geschieht bei den juristischen Personen des öffentlichen Rechts gewöhnlich durch Kündigung, bei den juristischen Personen des Privatrechts durch Kündigung oder Auslosung, welch letztere in Gegenwart eines Notars oder mehrerer Trustees vorgenommen wird, damit nachträgliche Verdächtigungen vermieden werden. Zuweilen werden bei vorzeitiger Tilgung Entschädigungsprämien in Form eines Zuschlages zum Nennwert der einzulösenden Papiere gezahlt, der zwischen 2—5 % beträgt [2]).

---

[1]) Als Beispiel sei nur die 2%ige Panamakanalanleihe genannt, welche 30 Jahre nach ihrer Ausgabe (1906) fällig sein soll, in den ersten 10 Jahren unkündbar ist, nach Ablauf derselben aber frei nach Belieben (at pleasure) der Regierung zurückgezahlt werden kann.

[2]) Für die Heimzahlungsbedingungen von Gesellschaftspapieren seien als Beispiele angeführt die Bestimmungen der St. Louis und San Francisco Rd. und der Lackawanna Steel Cy.

Die von ersterer Gesellschaft im August 1910 emittierten general lien gold bonds sind ohne vorherige Kündigung fällig am 1. Mai 1927. Die Gesellschaft kann aber den gesamten im Umlauf befindlichen Betrag, nicht einen Teil desselben, bis zum 1. Mai 1922 auf jeden Zinstermin zu

Von dem vorzeitigen Eintritt der Fälligkeit der Papiere durch Kündigung oder Auslosung werden die Inhaber der hiervon betroffenen Bonds in der Weise verständigt, daß die Nummern der zur Heimzahlung gelangenden Papiere in den Zeitungen, welche den Schuldnern als Veröffentlichungsorgane dienen, innerhalb 9 oder 6 Wochen vor dem bewußten Termine je einmal wöchentlich bekanntgegeben werden. Die Eigentümer von registered bonds werden in der Regel schriftlich verständigt.

Die Tilgung der Anleihen kann auf doppelte Weise erfolgen; entweder effektiv, also derart, daß die Schuldenmasse des Emittenten sich tatsächlich um den bezahlten Betrag verringert, oder nur scheinbar durch Refundierung, wobei die zur Tilgung kommende Anleihe aus dem Schuldenkonto des Emittenten verschwindet, um in Form einer neuen Anleihe wieder aufzutauchen.

Beabsichtigen die Emittenten der amerikanischen Wertpapiere die effektive Tilgung, so nehmen sie außer bei den serial bonds in der Regel einen Amortisationsfonds, genannt sinking fund, hierzu zu Hilfe. Zum Teil sind die Emittenten zur Haltung eines sinking fund verpflichtet. Verschiedene Einzelstaaten sind durch ihre Verfassung hierzu gezwungen, z. B. Georgia und Ohio; den anderen wird es meistens in den speziellen Gesetzen, welche die Anleihen autorisieren, zur Aufgabe gemacht. Bei vielen Städten wird die Existenz eines sinking fund und seine Höhe durch den Charter bestimmt. Auch die Bundesregierung wäre den Gesetzen entsprechend

---

102½% zuzüglich aufgelaufener Zinsen zur Rückzahlung bringen, vom 1. Mai 1922 ab zu pari zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

Die im Februar 1910 von der Lackawanna Steel Cy. ausgegebenen first consolidated mortgage bonds sind ohne Kündigung fällig am 1. März 1950. Die Gesellschaft kann vom 1. März 1915 ab und von da an jederzeit die ganze Anleihe zu 105% zuzüglich aufgelaufener Zinsen zur Rückzahlung kündigen. Das Kündigungsrecht der Gesellschaft erstreckt sich aber nicht auf jene Bonds, die von den Eigentümern auf Grund des mit den Bonds verbundenen Umtauschrechts in Stammaktien derselben Gesellschaft vor dem Kündigungstag umgetauscht wurden. Wird die ganze Anleihe nicht vorzeitig gekündigt, so können Teilbeträge zu dem gleichen Werte vorzeitig ausgelost werden.

gezwungen, einen Tilgungsfonds für ihre Anleihen zu halten. Diese Bestimmung steht aber nur auf dem Papier und die Dotierung des Fonds ist eine bedeutend niedrigere, als gesetzlich bestimmt ist[1]). Wenn sich Gesellschaften zur Unterhaltung eines sinking fund verpflichten, so geschieht dies in der Regel in dem Pfandvertrag, welchen sie mit den trustees zur Sicherstellung der Gläubiger abschließen.

Die Verwaltung des sinking fund ist bei der Bundesregierung und den Einzelstaaten dem United states treasurer bzw. dem state treasurer überwiesen. Bei den Kommunen wird mit der Verwaltung gewöhnlich eine Kommission betraut; ihre Zusammensetzung ist verschieden. Dieselbe besteht z. B. in New York City, wo 10 sinking funds getrennt unterhalten werden, aus dem Major (Bürgermeister), dem Comptroller, dem Chamberlain[2]), dem Präsidenten des Stadtrats und dem Vorsitzenden der Finanzkommission des Stadtrats. In Philadelphia besteht die Verwaltungskommission aus dem Major, dem Comptroller und einem Bürger, die dem Stadtrat von Zeit zu Zeit Rechenschaft abzulegen haben. In anderen Städten wird die Verwaltung von 4 Personen besorgt, die vom Bürgermeister bestellt werden. Wieder in anderen Städten von einer Kommission, die zum größeren Teil aus Kaufleuten, zum kleineren aus städtischen Beamten besteht und den städtischen Behörden keine Rechenschaft abzulegen hat. In einzelnen Fällen sind die Pflichten der Verwaltungskommission genau festgelegt, in anderen wiederum wird derselben vollkommen freie Hand gelassen.

Bei den Privatgesellschaften obliegt die Verwaltung des Fonds entweder trustees im allgemeinen der trust company,

---

[1]) So wurden beispielshalber, wie ich aus Frederic Lownhaupt, Investment Bonds, S. 227, entnehme, im Jahre 1905 ca. 4 000 000 Dollars Bonds für den sinking fund erworben, während nahezu 60 000 000 Dollars von Rechts wegen hätten erworben werden sollen. Im ganzen soll das Bundesschatzamt dem sinking fund über 500 000 000 Dollars schulden.

[2]) Comptroller wird der oberste Finanzbeamte genannt, dem die Kontrolle des ganzen Finanzwesens einer Stadt untersteht. Der Chamberlain ist dem Comptroller untergeordnet; ihm obliegt vor allem die Auszahlung und Empfangnahme städtischer Gelder und die Deponierung derselben bei Bankinstituten.

welche die Vertretung der Gläubiger übernommen hat, oder einigen Beamten der Schuldnergesellschaft unter Aufsicht der trustees.

Die Beträge, welche dem sinking fund zufließen, werden in der Regel den ordentlichen Einnahmen des Schuldners, selten den außerordentlichen entnommen. Ihre Höhe ist meistens nicht absolut, sondern nur relativ bestimmt. Nach Maßgabe der in Kraft stehenden jeweiligen Gesetze bzw. Ortsstatuten haben die Staaten und Kommunen in der Regel einen gewissen Prozentsatz ihrer Steuereinkünfte jährlich dem sinking fund zuzuführen. Handelt es sich um eine Anleihe, die zugunsten einer unter öffentlicher Verwaltung stehenden Anlage ausgegeben wurde, z. B. eines Wasserwerkes, eines Docks oder einer Werft, so fließen vor allem die Einkünfte aus dieser Anlage in den sinking fund. Bei den privaten Unternehmungen sind die näheren Bestimmungen über die Beiträge zum sinking fund in den Gesellschaftsstatuten oder der mortgage deed getroffen. Ein bestimmter Prozentsatz der Anleihe, oder der Roheinnahmen, oder der Reineinnahmen wird als jährlicher Beitrag zum Fonds bestimmt, oder es wird der ganze Ueberschuß, der nach Zahlung einer gewissen Dividende verbleibt, in den fund abgeführt [1]).

Die Verwendung, welche die einzelnen Beiträge finden, ist verschieden und richtet sich danach, ob die Schuldner mit den Mitteln des sinking fund die ganze Anleihe nach beendeter Laufzeit oder nach Kündigung heimzahlen oder eine sukzessive Heimzahlung vor der eigentlichen Fälligkeit eintreten lassen wollen. Ist ersteres der Fall, so werden die Beiträge in der

---

[1]) Bei Minen- und Kohlengesellschaften wird die jährlich abzuführende Summe nach der Zahl der gewonnenen Tonnen angesetzt, indem beispielshalber für je eine Tonne Kohle, die im Jahr gewonnen wurde, 10 Cents in den Fonds zu zahlen sind.

Bei den land grant bonds der Eisenbahngesellschaften setzt sich der sinking fund meistens aus dem Erlös zusammen, der aus dem Verkauf des geschenkten Landes erzielt wird.

Bei den collateral trust bonds fließen häufig die Zinsen und Dividende der Papiere in den fund, welche den trustees zwecks Sicherstellung der Anleihe übereignet wurden.

Regel in verzinslichen Wertpapieren angelegt, und ihr Wert wird erst dann realisiert, wenn die Fälligkeit der Papiere durch Ablauf der Laufzeit oder durch Kündigung eintritt. Solange die Anlage der sinking-fund-Gelder nur in erstklassigen Papieren betätigt wird, ist gegen diese Methode nichts einzuwenden, abgesehen davon, daß sie große Verwaltungskosten verursacht. Wenn aber Gelder in irgendwelchen zweifelhaften Papieren oder, wie dies häufig der Fall ist, in anderen Anleihen des gleichen Schuldners angelegt werden, die bei ihrer Ausgabe keinen offenen Markt finden konnten, so ist dies gefährlich, und ein derartiges Vorgehen ist von verschiedenen Gerichten bereits als verwerflich gebrandmarkt worden mit der richtigen Begründung, daß es das Wesen des sinking fund ganz illusorisch mache. Oft zeigte es sich nämlich in solchen Fällen, daß der Wert des sinking fund einfach nicht realisierbar war, wenn die Tilgung vor sich gehen sollte.

In einigen Staaten ist daher vorsorglich gesetzlich bestimmt worden, daß staatliche sinking-fund-Gelder nur in Papieren angelegt werden dürfen, welche den Sparbanken zur Anlage gestattet sind. In anderen Staaten, wie z. B. in New York, ist lediglich festgesetzt, daß die Gelder „sicher" angelegt werden müssen. Auch manche städtische Freibriefe und trust indentures tragen die gleiche Klausel. Im übrigen sind die Bestimmungen bei Städten und privaten Unternehmungen sehr unterschiedlich; bald werden die Papiere, in denen eine Anlage gestattet ist, in dem städtischen Charter bzw. der trust indenture einzeln namhaft gemacht, bald nur generell festgesetzt.

Soll der sinking fund jedoch zur sukzessiven Tilgung der Anleihen verwendet werden, wie dies vor allem vielfach bei den Privatunternehmungen üblich ist, so werden die jeweils verfügbaren Beiträge in der Regel sofort zum Erwerbe der heimzuzahlenden Papiere verwendet. Der Erwerb findet entweder durch freihändigen Ankauf an der Börse statt — der sinking fund der Vereinigten Staaten wird auf diese Weise unterhalten —, oder wenn wegen des hohen Kurswertes der Papiere dies nicht gangbar ist, wird ein entsprechender Betrag der Papiere jeweils ausgelost oder gekündigt und dann heim-

gezahlt. Einzelne Gesellschaften laden ihre Gläubiger auch selbst zu Verkaufsangeboten ein. Bei der weiteren Handhabung der Papiere, die auf einem der oben genannten Wege erworben wurden, werden wieder zwei Methoden beobachtet. Die erworbenen Papiere werden entweder sofort vernichtet, dadurch wird die Schuld des Emittenten sogleich verringert und Verwaltungskosten werden erspart — vor allem die privaten Unternehmungen, selten juristische Personen des öffentlichen Rechts, wenden diese Methode an — oder die vor der Fälligkeit erworbenen Papiere werden in dem sinking fund bis zum Ablauf der Laufzeit niedergelegt, ihre Zinsen werden demselben zugewiesen, und die Papiere gelangen erst nach der Fälligkeit zur Vernichtung. Diese Methode wird von den juristischen Personen des öffentlichen Rechts im allgemeinen vorgezogen.

Wird die Tilgung der Anleihen nicht effektiv, sondern nur scheinbar mittels Refundierung vorgenommen, so spielt sich dieser Vorgang etwa folgendermaßen ab: vor der Fälligkeit oder gleichzeitig mit der Kündigung werden die Inhaber der Obligationen durch öffentliche Bekanntmachung — die eingetragenen Eigentümer schriftlich — von der Autorisation und Ausgabe der neuen Anleihe verständigt, welche an die Stelle der alten treten soll. Es werden ihnen die Umtauschbedingungen bekanntgegeben, also vor allem der Preis der neuen Papiere, ihre Verzinslichkeit und die Zeit, innerhalb welcher der Umtausch zu bewerkstelligen ist. Diejenigen Gläubiger, welche sich mit dem Umtausch, sei es stillschweigend, sei es ausdrücklich, nicht einverstanden erklären, erhalten ihre Papiere nach Fälligkeit heimbezahlt.

Die Bonds der übrigen Gläubiger werden in den Bureaus in Umtausch genommen. Den umtauschwilligen Gläubigern wird nicht selten noch eine Prämie ausbezahlt, besonders dann, wenn mit der Refundierung eine Zinsreduktion verbunden wird, was häufig der Fall ist[1]).

---

[1]) Wie erheblich die Zinsreduktionen sind, beweist die von der amerikanischen Regierung im Jahre 1900 vorgenommene Refundierung. Durch ein Gesetz vom 14. März jenes Jahres wurde die Ausgabe von

Wie schon an früherer Stelle angedeutet, wird die Wirkung einer Refundierung auch manchmal dadurch erzielt, daß die Laufzeit der Anleihen verlängert und ihr Zins herabgesetzt wird. Auf den Papieren wird durch Aufdruck der neue Fälligkeitstermin und Zins kenntlich gemacht. Dieses Verfahren zeichnet sich vor allem durch Billigkeit aus.

Das Refundierungsprinzip fand in den letzten Jahren immer mehr Anhänger und ist auf Kosten der sinking-fund-Methode mehr und mehr zur Verwendung gekommen. Die amerikanische Regierung beschränkt sich nahezu vollkommen darauf, ihre Anleihen zu refundieren; ihr kleiner sinking fund ist nur in sehr beschränktem Maße zur effektiven Tilgung imstande. Die Vorbedingungen für eine erfolgreiche Anwendung der Refundierungsmethode sind bei der Bundesregierung auch in jeder Weise gegeben. Die Gesamtverschuldung derselben ist im Verhältnis zu ihren Einnahmen sehr gering, und diese Einnahmen sind noch sehr ausdehnungsfähig, so daß durch die fortgesetzte Refundierung der Regierungsschulden in absehbarer Zeit eine finanzielle Krisis durch Ueberschuldung nicht hervorgerufen werden kann.

Anders verhält es sich bei den amerikanischen Einzelstaaten und Kommunen. Das Verhältnis ihrer Einnahmen zu ihrem Bedarf ist meist ein viel ungünstigeres als bei der Bundesregierung, zumal da ihre Einnahmen in vielen Fällen nur mit erheblichen Schwierigkeiten vergrößert werden können. Eine fortgesetzte Refundierung ihrer Schulden würde bei ihrem großen Geldbedarf für unproduktive Zwecke zu einer ungeheuren Vergrößerung der Schuldenlast führen. Daher nehmen die Staaten heute Refundierungen nur in sehr bescheidenem Maße

---

2 %igen Bonds autorisiert zur Refundierung aller am 1. Februar 1904 fälligen 5 %igen, ferner der am 1. Juni 1907 fälligen 4 %igen und der am 1. August 1908 fälligen 3 %igen government bonds. Nicht minder groß sind die Zinsreduktionen, welche die Gesellschaften mit der Refundierung verbinden. So sind die im Juni 1901 autorisierten 1951 fälligen 4 %igen St. Louis und San Francisco Rd. refunding mtg. bonds bestimmt, an die Stelle früherer größtenteils 6 %iger Anleihen der Gesellschaft zu treten, wobei den Umtauschwilligen keine Entschädigungsprämie zugestanden wird.

vor und machen gewöhnlich von der effektiven Tilgung Gebrauch, wenn ihnen überhaupt das Gesetz eine Wahl zwischen beiden Tilgungsarten gelassen hat.

Von den juristischen Personen des Privatrechts haben besonders die Eisenbahngesellschaften sich des Refundierungsprinzips bemächtigt und haben es den Industriegesellschaften überlassen, mit einem sinking fund zu arbeiten. Von allen zurzeit im Umlauf befindlichen Eisenbahnobligationen sind schätzungsweise nur 15 % durch einen sinking fund sichergestellt, während 80 % aller im Umlauf befindlichen Industriepapiere mit sinking funds ausgestattet sind. Alle Gesellschaftsschulden, die zur Anschaffung von Betriebsmaterial eingegangen werden, ferner alle Anleihen, die zum Ankauf von Objekten ausgegeben werden, die keinen dauernden Ertrag liefern, wie Minen, Kohlenbergwerke usw., werden aus den Mitteln eines sinking fund getilgt. Alle Eisenbahnanleihen, die zum Zweck des Ankaufs neuer Linien emittiert werden, werden in der Regel refundiert. Kurz, man versucht scheinbar immer mehr, das Prinzip zum Grundsatz zu erheben, Anleihen privater Unternehmungen nur dann zu refundieren, wenn die Verwendung der Anleihen eine dauernde Wertbereicherung des stehenden Kapitals zur Folge hat, da nur unter diesen Umständen die Sicherheit der Gläubiger nicht beeinträchtigt wird.

Die Tilgung der Anleihen wird durch die Vernichtung der Papiere zum Abschluß gebracht. Bei den juristischen Personen des öffentlichen Rechts wird die Vernichtung meistens formlos durch die mit der Ausgabe der Papiere betrauten Beamten vollzogen. Nicht so bei den juristischen Personen des Privatrechts. In der Regel treten bei diesen die trustees in Funktion, von welchen die Papiere nach ihrer Einziehung in Empfang genommen, mit dem Aufdruck: cancelled (ungültig) versehen und dann erst dem Schuldner übergeben werden. Letzterer läßt darauf die Papiere in Gegenwart von Zeugen vernichten und ein formelles Protokoll über diesen Vorgang aufnehmen.

Diejenigen Bonds, welche nach ihrer Fälligkeit nicht den Emittenten zur Zahlung vorgelegt werden, verlieren infolge Verjährung von selbst nach dem Ablaufe einer gewissen Zeit ihre Gültigkeit. In den einzelnen Staaten ist diese Zeit ver-

schieden bemessen. So tritt die Ungültigkeit der Bonds in New York nach 20 Jahren, in Pennsylvania nach 21, in Missouri, Illinois, Jowa nach 10 Jahren, in Arkansas und Louisiana nach 5 Jahren, in Kalifornien sogar nach 2 Jahren ein. Die Coupons fallen nach Ablauf der gleichen Zeit der Verjährung anheim, wie die Papiere selbst. Eine Ausnahme bilden lediglich die Schuldverschreibungen der Bundesregierung sowie deren Coupons, die überhaupt keiner Verjährung unterliegen, und alle jene Papiere, für die eine besondere Verjährungszeit vertraglich festgesetzt wurde.

VII

Die Sicherheit der Bonds

Die Sicherheit, also der Grad von Bestimmtheit, mit welchem die Schuldner die Rückzahlung ihres Kapitals, sowie der jeweils fälligen Zinsen von den Gläubigern erwarten dürfen, ist eine Eigenschaft, die von unwissenden europäischen Kapitalisten den amerikanischen Papieren gerne abgesprochen wird. Die Tatsache, daß die an europäischen Märkten gehandelten Obligationen nach unseren Begriffen sehr hoch verzinslich sind [1]), mag die genannten Kapitalisten vielleicht in ihrer Ansicht bestärken. Das Bestehen eines gewissen reziproken Verhältnisses zwischen Rentabilität und Sicherheit kann nicht geleugnet werden und tritt auch bei den amerikanischen Papieren zutage. Dennoch gibt es neben der Sicherheit zu viele andere Faktoren, welche die Rentabilität der Papiere bestimmen, um dem genannten Verhältnis eine größere Bedeutung zukommen zu lassen.

Naturgemäß ist die Sicherheit der amerikanischen Papiere äußerst verschieden, und jedes generelle Urteil über sie ist mit Vorsicht aufzunehmen.

Zweifellos als die sichersten Papiere des amerikanischen Marktes müssen die United states government bonds angesehen werden. Niemals hat die Regierung die Zahlung des Zinses oder des Kapitals bei Fälligkeit verweigert. Die finanzielle Lage der nordamerikanischen Union ist dank ihrer großen Einnahmequellen sehr günstig, die Steuerkraft des Landes noch lange nicht aufs äußerste angespannt, so daß in absehbarer

---

[1]) Die zur Zeit zur Frankfurter Börse zugelassenen amerikanischen Obligationen rentieren beispielsweise größtenteils zu 4½ und 5 %.

Zeit keine Möglichkeit besteht, die Union in Zahlungsschwierigkeiten verfallen zu sehen.

Ein so absolut günstiges Urteil, wie über die United states bonds läßt sich vom Standpunkt der Sicherheit über die Obligationen der Einzelstaaten nicht fällen, besonders wenn man die Finanzgeschichte derselben betrachtet. Bis vor 30 Jahren waren diese Staatspapiere ein ziemlich gefährliches Anlagefeld. Ziffern beweisen dies besser als Worte. Nach den Angaben der North American Review, August und Dezember 1884, haben bis zum Jahr 1884 die Zahlung verweigert[1]):

Alabama	auf	38 812 000	Dollars
Arkansas	„	20 807 000	„
Florida	„	6 280 000	„
Georgia	„	13 580 000	„
Louisiana	„	32 115 000	„
Minnesota	„	5 960 000	„
Mississippi	„	22 600 000	„
North Carolina	„	48 350 000	„
South Carolina	„	19 500 000	„
Tennessee	„	29 850 000	„
Virginia und West Virginia	„	72 220 000	„
	Summe	310 074 000	Dollars

Die Zahlungsschwierigkeiten, in welche die Staaten gerieten, waren teils ihrer schlechten finanziellen Leitung, teils den Folgen des Bürgerkriegs zuzuschreiben. In den letzten Jahrzehnten hat sich die finanzielle Lage der Staaten sehr gebessert und ihre Papiere können heute fast ausnahmslos als sicher bezeichnet werden. Dennoch wird der vorsichtige Kapitalist, welcher eine Anlage in amerikanischen Staatspapieren zu machen gedenkt, vorerst die Zahlungsfähigkeit und Zahlungswilligkeit des betreffenden Staates prüfen, und wenn ihm kein anderes Material hierzu zur Verfügung steht, das die gegenwärtige finanzielle Lage des Staates beleuchtet, so wird er wenigstens aus seiner Finanzgeschichte ziemlich zuverlässige Schlüsse ziehen können. Für die Sparbanken des Staates New York gilt die Finanzgeschichte eines Staates als der zuver-

[1]) Die angegebenen Summen enthalten auch die nicht zur Zahlung gelangten Zinsen.

lässigste Gradmesser für die Sicherheit seiner Papiere. Der Staat New York hat nämlich in seinem neuen Sparbankengesetz von 1906 bestimmt, daß die Sparbanken nur dann zur Kapitalsanlage in den Papieren eines anderen Staates als New York schreiten dürfen, wenn derselbe innerhalb der letzten 10 Jahre seinen Zins- und Kapitalzahlungen nachgekommen ist. Gerade die Erwerber von state bonds können nicht sorgfältig genug bei der Auswahl der Papiere sein, da ihnen in der Regel kein Mittel zusteht, zu ihrem Gelde zu kommen, wenn der Schuldner die Zahlung verweigert.

Die Besitzer von municipal bonds und county bonds genießen in dieser Beziehung eine bessere Stellung. Dieselben können eine Klage gegen die Stadt oder die Grafschaft anstrengen, welche die Zahlung verweigert hat, und dieselbe auf Grund des durch den Richterspruch gewonnenen Vollstreckungstitels zwingen, ihre Ansprüche vor allen anderen Gläubigern zu befriedigen. Seit der oberste amerikanische Gerichtshof (United States Supreme Court) gegen zahlungsunfähige oder -unwillige Kommunen mit unnachsichtlicher Strenge vorgegangen ist, bringt das Publikum den municipal bonds großes Vertrauen entgegen und stellt sie, was Sicherheit betrifft, den United states bonds an die Seite. Diese angesehene Stellung der amerikanischen Kommunalpapiere ist allerdings erst eine Erscheinung der jüngsten Zeit. Früher, besonders in den siebziger und achtziger Jahren, galten die municipal bonds für bedeutend unsicherer als die Staatspapiere. Millionen von städtischen Obligationen wurden besonders von den Süd- und Weststaaten ausgegeben, ohne je wieder eingelöst zu werden.

Heute mag es für die amerikanischen Obligationäre etwas Bestechendes haben, Mittel und Wege zu besitzen, um die säumigen Städte und Gemeinden zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen zu zwingen; auch die Organe der Kommunen mögen heute unter dem Drucke der Rechtsprechung bei der Ausgabe ihrer Obligationen bedeutend gewissenhafter vorgehen als früher. Dennoch kann man einen municipal bond erst dann als ebenso sicher wie einen United states bond bezeichnen, wenn man sich überzeugt hat, daß die betreffende emittierende Stadtgemeinde infolge ihrer finanziellen Lage imstande ist, Zinsen

und Kapital ihrer Schuld ebenso sicher wie das United states government zu zahlen, ohne daß sie hierzu erst durch ein langwieriges gerichtliches Verfahren gezwungen werden muß.

Es wird daher in jedem einzelnen Falle notwendig sein, sich ein Bild von den Vermögensverhältnissen einer Stadt zu machen, bevor man über die Sicherheit ihrer Papiere ein zuverlässiges Urteil fällen kann. Zu diesem Zwecke wird man besonders ihre Einnahmequellen einer genauen Betrachtung unterziehen, insbesondere untersuchen, ob dieselben einzig und allein aus Steuern bestehen oder auch aus ausdehnungsfähigen industriellen Betrieben fließen, die von der Stadt in eigener Verwaltung unterhalten werden. Man wird die Lasten der Schuldnerin prüfen und besonderes Gewicht auf das Verhältnis zwischen ihrer Verschuldung und ihren Einkünften legen. Ferner wird man die geographische Lage der Stadt, die ihr hieraus erwachsenden günstigen oder ungünstigen Bedingungen und ihre Bevölkerungszunahme ins Auge fassen, die ein wichtiges Moment bei der Würdigung ihrer Papiere bilden.

Das oben erwähnte Sparbankengesetz des Staates New York schreibt vor, daß die in demselben befindlichen Sparbanken ihre Gelder nur dann in Papieren von Städten anderer Staaten als des Staates New York anlegen dürfen, wenn dieselben mehr als 45 000 Einwohner haben, länger als 25 Jahre bereits existieren, seit dem Jahre 1887 nicht länger als 90 Tage mit der Zahlung von Zins oder Kapital ihrer Schuld im Rückstand waren, und ihre Verschuldung nicht mehr als 7 % des Schätzungswertes aller steuerpflichtigen Güter beträgt. Unter „Verschuldung“ versteht das Gesetz die ganze fundierte und unfundierte Schuld der Stadt, abzüglich der Beträge, welche in sinking funds sich befinden und der Schulden, welche zum Zwecke der Wasserversorgung der Stadt aufgenommen wurden. Diese Vorschrift ist zweifellos nicht besonders zweckmäßig; sie bringt den etwas radikalen Charakter zum Ausdruck, welcher dem ganzen Gesetz anhaftet. Denn gerade bei der verschiedenen Einschätzung, welche die steuerpflichtigen Güter einer Stadt erfahren [1]), bei den verschiedenen Aussichten, denen die

[1]) Wie verschieden hoch der zu Steuerzwecken aufgestellte Schätzungs-

eine oder andere Stadt entgegengeht, mögen oft die Papiere einer Stadt, die eine Verschuldung von 3 % aufzuweisen hat, unsicherer sein, als die Obligationen einer anderen Stadt mit 12 %iger Verschuldung. Den amerikanischen Städteanleihen muß allerdings das Zeugnis ausgestellt werden, daß verhältnismäßig nicht wenige von ihnen den Erfordernissen des New Yorker Gesetzes Genüge leisten und somit eine sichere Anlage im Sinne dieses Gesetzes garantieren.

Weniger schwierig als bei den gewöhnlichen municipal bonds ist bei dem besonderen Typ der assessment bonds die Sicherheit zu konstatieren. Assessment bonds sind städtische Anleihen, die zum Zweck der Errichtung solcher öffentlicher Bauten, Straßen, Kanäle usw. ausgegeben werden, die nur einem beschränkten Personenkreis Vorteile gewähren. Zur Deckung der Anleihe und zur Bezahlung der Zinsen wird dieser Kreis mit besonderen Beiträgen belastet, und die Sicherheit der Papiere ruht allein auf seiner Steuerkraft.

Wenden wir uns nun den railroad bonds zu und vergleichen ihre Sicherheit mit der der municipal bonds. Im Gegensatz zu letzteren ist ein großer Teil der Eisenbahnbonds, wie wir bereits festgestellt haben, durch Realpfand sichergestellt. Die Sicherstellung ist in der öfters erwähnten trust oder mortgage deed niedergelegt. Für den Fall, daß der Schuldner in Zahlungsschwierigkeiten gerät, treten die trustees in den unmittelbaren Besitz aller Objekte ein, die zum Zweck der Sicherstellung der Gläubiger ihnen fiduziarisch übereignet wurden und sind berechtigt, das Zwangsverwaltungsverfahren oder auch nach freiem Gutdünken das Zwangsversteigerungsverfahren zu eröffnen. Auf Ersuchen einer bestimmten Anzahl Gläubiger (in der Regel 25 %)

---

wert der steuerpflichtigen Güter in den einzelnen Landesteilen bemessen wird, geht daraus hervor, daß der Schätzungswert durchschnittlich

in den	Eastern- und New England-Staaten .	80 %
„ „	Southern-Staaten	70 „
„ „	Western Middle-Staaten	60 „
„ „	Pacific-Staaten	55 „
„ „	Western-Staaten	40 „

des wirklichen Wertes beträgt.

Vgl. Frederic Lownhaupt, Investment Bonds S. 220.

sind die trustees hierzu verpflichtet. Die Gläubiger der durch eine mortgage sichergestellten railroad bonds haben nicht ohne weiteres wie die Gläubiger der municipal bonds das Recht, gegen die Schuldnergesellschaft gerichtlich vorzugehen. Dieses Recht steht ausschließlich den trustees zu, es sei denn, daß dieselben vergebens von einer Anzahl Gläubiger (meistens wieder 25 %) darum ersucht wurden. Für den Fall, daß die verpfändeten Objekte öffentlich versteigert werden, wird der Erlös hieraus erst zur Deckung der Kosten des Verfahrens, dann zur Bezahlung der Zinsen und endlich zur Abtragung des Kapitals verwendet.

Obwohl die hypothekarische Sicherstellung die Gläubiger in die Lage setzt, durch den Verkauf der Pfandobjekte sich einigermaßen schadlos zu halten, wenn der Schuldner in Zahlungsschwierigkeiten gerät, so liegt in ihr doch das geringste Maß von Sicherheit. Denn selbst wenn der Wert der verpfändeten Gegenstände dem zu sichernden Kapital gleichkommt, was gar nicht immer der Fall ist, so ist der Subhastationsprozeß zeitraubend und kostspielig, und die Schuldner kommen meistens dabei zu kurz. Anderseits läge in der Verpfändung von Gütern die einzige Sicherheit für Wertpapiere, so wären die vielen debentures, ebenso wie die government, state und municipal bonds die unsicherste Anlage.

Die Sicherheit der Eisenbahnbonds liegt vor allem in der Erwerbsfähigkeit der Bahnen und der sie beeinflussenden Momente begründet; dieselben bedürfen daher einer eingehenden Prüfung.

Verfolgen wir die von der Interstate Commerce Commission herausgegebene Statistik auf Tabelle V, so können wir feststellen, mit welch großen Ueberschüssen sämtliche Bahnen der Vereinigten Staaten, als ein System betrachtet, zwischen 1899 und 1909 abgeschlossen haben. Selbst die großen Krisen in den Jahren 1903 und 1907, welche das allgemeine amerikanische Wirtschaftsleben so nachhaltig beeinflußt haben, haben auf das Gesamteinnahmenkonto der Bahnen nur einen vorübergehenden Druck ausgeübt. Aus Tabelle V ist wohl ersichtlich, daß selbst, wenn infolge nicht voraussehbarer Umstände die Bruttoeinnahmen der Bahnen in der nächsten Zeit eine

Tabelle V

Das Betriebskonto der amerikanischen Eisenbahnen von 1899—1909

in Dollars

(aus den Statistical Reports der Interstate Commerce Commission)

Jahr	1899	1900	1901	1902	1903	1904
Meilen im Betrieb .	187 834	192 534	195 561	200 154	205 313	212 243
Bruttobetriebseinnahmen [1] . . .	1 313 610 118	1 487 044 814	1 588 526 037	1 726 380 267	1 900 846 907	1 975 174 091
Betriebsausgaben [2] .	856 968 999	961 428 511	1 030 397 270	1 116 248 747	1 257 538 852	1 338 896 253
Reine Betriebseinnahmen	456 641 119	525 616 303	558 128 767	610 131 520	643 308 055	636 277 838
Verschiedene Einkünfte [3]	148 713 983	162 585 071	179 746 449	196 323 629	205 687 480	212 933 990
Gesamte Einnahmen	605 355 102	688 501 374	737 875 216	806 455 149	848 995 535	849 211 828
Feste Lasten usw. [4]	441 200 289	461 240 927	496 363 898	526 178 822	552 619 490	570 425 902
Ueberschuß über feste Lasten	164 154 813	227 260 447	241 511 318	280 276 327	296 376 045	278 785 926
Dividende und andere Zahlungen . . .	111 089 936	139 602 514	156 746 536	185 421 239	197 148 576	222 056 595
Ueberschuß	53 064 877	87 657 933	84 764 782	94 855 088	99 227 469	56 729 331

Fortsetzung von Tabelle V

Jahr	1905	1906	1907	1908	1909 [5])
Meilen im Betrieb .	216 973	222 340	227 454	230 085	236 378
Bruttobetriebseinnahmen [1]) . . .	2 082 482 406	2 325 765 167	2 589 105 578	2 393 805 989	2 513 212 763
Betriebsausgaben [2]) .	1 390 602 152	1 536 877 271	1 748 515 814	1 669 547 876	1 761 059 483
Reine Betriebseinnahmen	691 880 254	788 887 896	840 589 764	724 258 113	852 153 280
Verschiedene Einkünfte [3])	231 898 553	256 639 591	286 583 942	280 427 460	165 888 557
Gesamte Einnahmen	923 778 807	1 045 527 487	1 127 173 706	1 004 685 573	1 018 041 837
Feste Lasten usw. [4])	596 688 420	660 341 159	677 712 518	608 783 099	591 253 467
Ueberschuß über feste Lasten	327 090 387	385 186 328	449 461 188	395 902 474	426 788 370
Dividende und andere Zahlungen . . .	238 046 897	272 851 567	308 137 924	321 050 089	318 926 781
Ueberschuß	89 043 490	112 334 761	141 323 264	74 852 385	107 861 589

[1]) Bestehen aus Einnahmen aus dem Personenverkehr, Post, Fracht, Expreß.
[2]) Bestehen aus Ausgaben für Bahnerhaltung, Materialerhaltung, Zugdienst und Verkehr und allgemeinen Ausgaben.
[3]) Bestehen aus Einkünften aus Papierbesitz, Pachten usw. [4]) Bestehen aus Schuldzinsen, Pachtzinsen, Steuern.
[5]) Entnommen aus Poors Manual of the Railroads of the U. St. 1909.

starke Abnahme erfahren würden, dies nur zu einer Verringerung ihres Ueberschusses und somit der Dividendenzahlungen führen würde, kaum aber die Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber den Gläubigern beeinträchtigen könnte. Bei der Stellung, welche die amerikanischen Bahnen aber einnehmen, bei dem stetigen Anwachsen von Handel und Industrie ist die weitere günstige Entwicklung ihrer Einnahmen wohl nicht in Frage gestellt.

Die Sicherheit der amerikanischen railroad bonds in ihrer Gesamtheit ist daher vorzüglich und der Sicherheit mancher state und municipal bonds überlegen. Aber nur was die Gesamtheit anbetrifft, denn der Umstand, daß von 1899—1909 104 Bahnen mit 16490 Meilen in Konkursverwaltung, und 154 Bahnen mit 14564 Meilen unter Zwangsverkauf kamen [1]), beweist zur Genüge, daß die finanziellen Verhältnisse einzelner Bahnen auch schlecht sind, und infolgedessen die Sicherheit ihrer Papiere in Frage gestellt ist.

Will man daher die Sicherheit eines railroad bond feststellen, so muß man die Verhältnisse der Schuldnergesellschaft einer genauen Prüfung unterziehen. Von großer Bedeutung ist die räumliche Ausdehnung der Bahn und der Charakter des auf ihr stattfindenden Verkehrs. Je größer das Eisenbahnnetz ist, desto weniger ist die Gesellschaft von lokalen Verhältnissen abhängig, je verschiedenartiger das Frachtenmaterial, desto weniger hat die Gesellschaft unter dem Niedergange eines bestimmten Industriezweiges oder den Folgen einer Mißernte zu leiden. Die Philadelphia & Reading, New Jersey Central, Norfolk & Western, Hocking Valley Rd. sind warnende Beispiele; alle genannten Bahnen, deren Frachtgut vorzüglich aus Kohlen besteht, gerieten zwischen 1870 und 1890 gänzlich oder nahezu in Konkurs, als die Kohlenindustrie schweren Kämpfen ausgesetzt war. Den sogenannten „Grangers", den Getreidebahnen, ging es 1893 infolge der schlechten Ernte nicht viel besser. Die Art des Frachtenmaterials einer jeden Bahn geht aus ihrem Geschäftsberichte hervor. Dieser Geschäftsbericht verdient mit

---

[1]) Die Krisis von 1907 brachte allein 24 Bahnen mit 8900 Meilen unter Konkursverwaltung.

Rücksicht auf die Einkommenverhältnisse der Bahn noch weitere Beachtung. Man kann daraus entnehmen, ob die Einnahmen aus dem Personen- und Frachtverkehr die einzige Erwerbsquelle der betreffenden Bahn sind, oder ob derselben auch noch andere regelmäßig wiederkehrende Einnahmen, wie aus Verpachtungen und Effektenbesitz, zur Verfügung stehen. Ist letzteres der Fall, so bedingt dies eine größere Unabhängigkeit der Gesellschaft von den Wechselfällen des Betriebs.

Seit 1. Januar 1907 hat die Interstate Commerce Commission den Bahngesellschaften es zur Aufgabe gemacht, die Summen, welche sie zu Verbesserungen verwenden, in den Geschäftsberichten in eigenen Posten anzuführen und nicht mehr wie früher mit den Betriebsausgaben der Bahnen zu vereinen, wodurch die reine Erwerbskraft der Bahnen leicht verschleiert werden konnte. Seit dieser Zeit ist es auch möglich, sich einen zahlenmäßigen Ueberblick darüber zu verschaffen, inwieweit die Gesellschaften für eine zweckmäßige Ausgestaltung der Bahnen Sorge tragen.

Vergleicht man weiterhin das in der Bahn investierte Kapital mit den Einnahmen, so wird man sich ein Bild davon machen können, ob die Bahn überkapitalisiert ist oder nicht. Der häufige Ruf, welcher in Amerika über die Ueberkapitalisation der Bahnen erhoben wird, ist generell unbegründet, wie aus ihrem günstigen Wirtschaftsbild hervorgeht.

Zur weiteren Information ist es notwendig, die Geschäftsberichte früherer Jahre und anderer Bahnen vergleichshalber heranzuziehen. Der Umstand, ob die Betriebseinnahmen eine steigende Tendenz haben, die Betriebsausgaben und festen Lasten nicht unverhältnismäßig zunehmen, bildet ein wichtiges Moment. Besondere Beachtung verdient das Verhältnis der Gesamteinnahmen zum Ueberschuß, der nach Abzug der festen Lasten verbleibt und für Dividendenzahlungen und sonstige Zwecke verwendet wird. Je größer der Prozentsatz ist, den dieser Ueberschuß von den Gesamteinnahmen einer Gesellschaft bildet, desto größerer Sicherheit erfreuen sich die Gläubiger.

Betrachten wir von diesem Gesichtspunkt aus die auf Tabelle VI verzeichneten Bahnen:

Tabelle VI

Betriebskonto und Sicherheitskoeffizient verschiedener Bahnen

(Nach Moodys Analysis of Railroad Investments, New York 1910)

Name der Bahn	Meilen im Betrieb		Bruttobetriebseinnahmen in Dollars per Meile		Reine Betriebseinnahmen in Dollars per Meile		Gesamteinnahmen zuzüglich aller Einkünfte in Dollars per Meile		Feste Lasten in Dollars per Meile		Ueberschuß über feste Lasten in Dollars per Meile		Sicherheitskoeffizient	
	1900	1909	1900	1909	1900	1909	1900	1909	1900	1909	1900	1909	1900	1909
Atchison Rd. . .	7 341	9 795	6 297	9 623	2 549	3 775	2 589	3 871	1 259	1 787	1 330	2 084	51 %	54 %
Baltimore & Ohio Rd. 1900—1907	652	1 038	8 802	8 620	2 948	2 086	2 948	2 184	1 866	3 014	985	– 830	36 „	—
Great Northern Rd.	5 076	6 808	5 696	7 886	2 765	3 141	3 792	3 692	1 171	1 123	2 621	2 569	69 „	69 %
Pennsylvania Rd. 1900—1908 .	3 243	3 980	26 716	34 245	9 185	9 770	11 149	13 385	6 083	6 298	3 778	7 087	37 „	53 „
Seaboard Rd. 1901—1909 .	2 592	2 609	4 022	6 306	1 167	1 919	1 175	1 978	1 077	1 719	98	187	8 „	9 „

Für die Great Northern, bei der im Verlaufe von 9 Jahren das Verhältnis der Ausgaben zu den Einnahmen sich wenig verändert hat, beträgt der fragliche Prozentsatz, den ich kurz als Sicherheitskoeffizient bezeichnen will, 1900 wie 1909 69 %; ein Beweis für einen konstanten, sicheren Geschäftsbetrieb. Bei der Pennsylvania ist er von 37 % im Jahre 1900 auf 53 % im Jahre 1909 gestiegen. Bei der Seaboard Rd. beträgt er nur 8, bzw. 9 %; wenn die Einnahmen dieser Bahn aus irgend welchen Gründen nur ein wenig zurückgehen werden, können ihre Gläubiger nicht mehr auf eine Bezahlung der Zinsen rechnen. Der „Sicherheitskoeffizient" der Baltimore & Ohio Rd., der 1900 36 % betrug, hat in den darauffolgenden Jahren eine abnehmende Tendenz gezeigt. 1907 war er unter Null gesunken; die Gesellschaft hatte ein Defizit von 830 Dollars per Meile zu verzeichnen.

Auch das New Yorker Sparbankengesetz legt großen Wert darauf, daß der Ueberschuß, den eine Eisenbahngesellschaft nach Abzug der festen Lasten hat, nicht zu gering ist. Es bestimmt daher, daß Sparbanken nur dann Papiere von New Yorker Bahnen oder bestimmter namhaft gemachter anderer Eisenbahnen erwerben dürfen, wenn dieselben innerhalb der letzten 5 Jahre vor diesem Erwerbe stets fällige Kapital- und Zinsschulden gezahlt und in jedem Jahre mindestens 4 % Dividende auf alles ausstehende Aktienkapital ausgeworfen haben.

Es ist der gesetzgebenden Körperschaft von New York beizupflichten, daß die Papiere einer Bahn, die diese Anforderungen erfüllt hat, als sicher bezeichnet werden können, und die Erwerber derselben es kaum nötig haben, auf die Sicherheit zu bauen, welche die eventuelle Verpfändung von Immobilien oder Mobilien bietet. Eine Beobachtung aller anderen erwähnten Punkte kann aber nur von Vorteil sein.

Während das New Yorker Gesetz den Sparbanken die Anlage in Eisenbahnobligationen unter den genannten Bedingungen gestattet, schließt es die Anlage in den Papieren von Straßenbahnen und elektrischen Bahnen völlig aus [1]). Dieselben scheinen

---

[1]) In einigen anderen Staaten dagegen, wie z. B. in Massachusetts, ist den Sparbanken die Anlage in street railway bonds gestattet.

ihm keine vollkommen sichere Kapitalsanlage gewährleisten zu können. Trotz der ungeheuer günstigen Entwicklung, welche den Straßen- und elektrischen Bahnen in den vergangenen Jahren beschieden war, wird man die Bestimmungen des Gesetzes als verständig würdigen können.

Die sogenannten street und electric railways — darunter werden nicht nur die städtischen Pferdebahnen und städtischen elektrischen Bahnen, sondern auch die „interurban railways" verstanden (das sind Bahnen, die mehr als die Hälfte ihres Schienennetzes außerhalb eines städtischen Weichbildes haben und gewöhnlich dem Zweck dienen, mehrere Städte miteinander zu verbinden) — sind Unternehmungen, die viel mehr lokalen Einflüssen unterworfen sind, als die großen Eisenbahnen. Ihr Geschäftsgang ist mit der wirtschaftlichen Lage eines engen Betriebskreises verknüpft, ihre Existenz von den städtischen Verwaltungsorganen sehr abhängig. Erteilt die Stadtgemeinde einer Konkurrenzgesellschaft eine Konzession, so kann das ganze Unternehmen in Frage gestellt sein. Bei der Ausdehnung und sicheren Stellung der Dampfeisenbahnen, sowie bei der heute unter ihnen bestehenden Interessengemeinschaft, ist die Möglichkeit der Schaffung eines Konkurrenzunternehmens eine viel geringere.

Eine scheinbar gesteigerte Sicherheit gewähren die elektrischen Bahnen dadurch, daß die Kosten, welche ihr Bau verursacht, relativ größer sind, somit auch der Wert desselben größer ist, als bei einer Eisenbahn von gleicher Ausdehnung. Da aber die amerikanischen Straßen- und elektrischen Bahnen ihre Kapitalisation lieber durch Ausgabe von Obligationen als durch Emission von Aktien betätigen, sind die Gesellschaftsschulden bei ihnen verhältnismäßig höher als bei den Eisenbahnen, und es ist ebenso gerecht als notwendig, daß einer größeren Schuld ein größeres Wertobjekt als Sicherheit gegenübersteht.

Auch die Betriebseinnahmen sind bei den Straßen- und elektrischen Bahnen verhältnismäßig größer als bei den Eisenbahnen, wie aus Tabelle VII zu ersehen ist. Demgegenüber sind aber auch die Betriebsausgaben und festen Lasten bei den ersteren höher. So kommt es, daß der Prozentsatz, den die

Tabelle VII

Betriebskonto und Sicherheitskoeffizient der Straßen- und elektrischen Bahnen und der Eisenbahnen

im Jahre 1902 und 1907 [1])

	Straßen- und elektrische Bahnen		Eisenbahnen	
	1902	1907	1902	1907
Meilen im Betrieb	16 645	25 547	200 154	227 454
Bondschuld per Meile in Dollars	59 640	65 646	29 488	36 823
Zinsen auf die Bondschuld per Meile in Dollars . . .	2 288	2 495	1 371	1 513
Bruttogesamteinnahme per Meile in Dollars	15 049	16 821	9 606	12 643
Betriebsausgabe per Meile in Dollars	8 549	9 837	5 576	7 692
Gesamteinnahme abzüglich der Betriebsausgaben per Meile in Dollars	6 560	6 984	4 030	4 951
Feste Lasten per Meile in Dollars	4 661	5 405	2 628	2 979
Ueberschuß über die festen Lasten per Meile in Dollars	1 839	1 579	1 402	1 972
Sicherheitskoeffizient	28 %	22,7 %	34,8 %	40 %

[1]) Aus den Statistical Reports des Census Office und der Interstate Commerce Commission.

Deckung der festen Lasten von den Gesamteinnahmen bei den Straßen- und elektrischen Bahnen fordert, größer ist als bei den Eisenbahnen, daß also der „Sicherheitskoeffizient“ bei ersteren niedriger ist, als bei letzteren. Während der Ueberschuß über die festen Lasten, der zu Dividendenzahlungen benützt wird, bei den Eisenbahnen so groß ist, daß er imstande wäre, noch einmal die jährlich fällig werdenden Zinsen der Obligationenschuld zu decken, ist er bei den Straßen- und elektrischen Bahnen etwa nur zur Hälfte hierzu imstande. Daraus ergibt sich, daß die finanziellen Verhältnisse der Straßen- und elektrischen Bahnen im ganzen genommen keineswegs so günstig sind, als die der Eisenbahnen, und somit die Sicherheit der Obligationen bei ersteren geringer ist als bei letzteren.

Diese Erörterungen beziehen sich nur auf die Straßen- und elektrischen Bahnen in ihrer Gesamtheit. Natürlich gibt es auch unter ihnen Unternehmungen, deren Einkommenverhältnisse ebenso günstig oder günstiger als die einzelner Eisenbahnen sind.

Ueber die finanzielle Stellung der übrigen public service corporations und somit über die Sicherheit ihrer Obligationen stehen uns allgemeine statistische Angaben nicht zur Verfügung. Im großen und ganzen sind die Verhältnisse bei ihnen ähnlich gelagert, wie bei den elektrischen Bahnen. Auch ihre Papiere werden von dem New Yorker Gesetz zur Anlage von Sparbankgeldern nicht zugelassen. Zur Prüfung ihrer Sicherheit müssen die Geschäftsberichte der einzelnen Gesellschaften herangezogen werden.

Was die Sicherheit der Industriepapiere betrifft, so wird auch ihr von seiten der staatlichen Gesetzgebung kein großes Vertrauen entgegengebracht. Die meisten Staaten verbieten ihren Sparbanken Gelder in industrial bonds anzulegen. Die wenigen Staaten, welche denselben die Anlage in Industriepapieren gestatten, wie z. B. Maine und New Hampshire, lassen sie nur in Obligationen heimischer Industriegesellschaften zu und zwar meistens unter ähnlichen Bedingungen, wie sie das New Yorker Sparbankengesetz bei der Anlage in Eisenbahnpapieren vorschreibt; es dürfen nämlich nur dann Anlagen in industrial bonds stattfinden, wenn die betreffenden Gesellschaften

in den letzten 5 Jahren nicht weniger als 5 % Dividende gezahlt haben. In einigen Staaten besteht auch die Vorschrift, daß die fundierte Schuld der Gesellschaften ihr Aktienkapital nicht übersteigen darf.

Das Mißtrauen, welches die Staaten den Industrieobligationen entgegenbringen, hat seinen Grund nicht in der Befürchtung, daß das Einkommen der Industriegesellschaften an und für sich nicht groß genug sei, um eine pünktliche Zahlung des Kapitals und der Zinsen der Bondschuld zu gewährleisten. Die Erwerbskraft der Industriegesellschaften im ganzen genommen ist eine sehr große und ihre Obligationenschuld verhältnismäßig gering, etwa ein Viertel so groß als die der Eisenbahnen, da die Industriegesellschaften notwendige Geldmittel sich vornehmlich durch eine Vergrößerung ihres Aktienkapitals verschaffen. Des öfteren hat man statistisch nachzuweisen versucht, daß die Erwerbskraft der Industriegesellschaften bedeutend größer ist, als die der amerikanischen Eisenbahnen; und wenn das Material, das hierbei benutzt wurde, auch nicht ganz einwandfrei ist, so haben diese Darlegungen doch die Vermutung der Richtigkeit für sich.

Die Erwerbskraft der Industriegesellschaften ist aber sehr unstet, da sie den verschiedensten Einflüssen unterworfen ist; darin liegt der Grund, welcher eine Anlage in Industriepapieren mehr für spekulationslustige Kapitalisten, als für Sparbankeninstitute geeignet erscheinen läßt. Eine Depression auf dem Wirtschaftsmarkte, eine Verteuerung einzelner Materialien erschüttert sofort die Einkommenverhältnisse der Industriegesellschaften erheblich. Eine neue Erfindung, oder eine neue Mode kann einen ganzen Industriezweig binnen kurzer Zeit vernichten. Man erinnere sich nur an die Geschichte der Fahrradindustrie. Auch die große Gefahr, welche den einzelnen Industriegesellschaften durch Konkurrenzunternehmungen droht, macht die Lage ihrer Gläubiger zu einer besonders unsicheren. Die unübersichtliche Aufstellung der Geschäftsbilanzen aber, welche im Gegensatz zu den Bilanzen der Eisenbahngesellschaften keiner staatlichen Kontrolle unterstehen, macht es den Gläubigern meist unmöglich, ein wahrheitsgetreues Bild von der Geschäftslage der schuldnerischen Industriegesellschaften

zu empfangen. So große Vorteile die Anlage in Industriepapieren daher wegen deren hoher Verzinslichkeit bietet, so ist sie mit Risiko verbunden.

Das Risiko kann auch nicht durch die Tatsache gemildert werden, daß manche Industrieobligationen hypothekarisch sichergestellt sind. Da der Niedergang eines Industriezweiges in der Regel auch die Entwertung aller seiner Anlagen und Betriebsmittel zur Folge hat, welche als Sicherheit für die Papiere verpfändet sind, so haben die Gesellschaftsgläubiger im Falle der Zwangsversteigerung eine sehr geringe Aussicht auf vollständige Befriedigung ihrer Ansprüche. Daß aber ein finanzieller Zusammenbruch bei den Industriegesellschaften nicht so häufig stattfindet als von manchen Seiten angenommen wird, geht schon daraus hervor, daß die Krisis von 1907 nur eine große Industriegesellschaft unter Konkursverwaltung bringen konnte. In der Regel werden durch die Krisen nur die Kurse der Industriepapiere stark beeinträchtigt, stärker als die der railroad bonds. Wenn aber eine Krise nicht gerade den Lebensnerv der betreffenden Industrie erschüttert, so überwinden die Industriepapiere ihren Tiefstand in den meisten Fällen in erstaunlich schneller Zeit, so daß die Kapitalisten, wenn sie in der Lage sind, den Besitz der Papiere während einer Baisse aufrechtzuerhalten, nicht nur an Kapital nichts einbüßen, sondern auch erhebliche Kursgewinne machen können. Diese Erscheinung wird in W. Babson's Business Barometers vortrefflich statistisch illustriert.

VIII

Entwicklung der Bondschuld und Stellung der Bonds im amerikanischen Wirtschaftsleben

Der Wert der im Umlauf befindlichen Bondsumme hat besonders in der jüngsten Zeit eine gewaltige Steigerung erfahren. Infolge der zunehmenden Kapitalbedürfnisse der privaten Unternehmer und des wachsenden Geldbedarfs der juristischen Personen des öffentlichen Rechts, vor allem der Städte, hat sich das Angebot an Bonds am amerikanischen Markte ungeheuer vergrößert. Wie stark dasselbe in dem letzten Jahrzehnt zugenommen hat, geht aus der in der Financial Review 1910 veröffentlichten Börsenstatistik hervor (Tabelle VIII). Im Jahre 1900 wurden 147 678 597 Dollars Bonds an der New Yorker Börse neu aufgelegt. 1909 betrug die Summe 712 734 963 Dollars. Allerdings war sie im Jahre 1910 über 100 000 000 Dollars geringer als 1909, da in diesem Jahre der Markt durch die allgemeine Wirtschaftslage vorübergehend ungünstig beeinflußt wurde. Während die Durchschnittssumme der im Jahre 1908 bis 1910 auf den New Yorker Börsenmarkt geworfenen Bonds mehr als dreifach so groß ist, wie die Durchschnittssumme der in den Jahren 1900—1903 aufgelegten Bonds, hat die Zahl der jährlich neu aufgelegten Aktien sich so gut wie gar nicht verändert. 1900 belief sich ihr Nennwert auf 296 550 572 Dollars, 1910 auf 304 681 590 Dollars. Der Grund für die ungleich größere Vermehrung, welche die Bonds im Gegensatz zu den Aktien gefunden haben, ist in den in den Vereinigten Staaten herrschenden Kapitalisationsprinzipien zu suchen, die bereits mehrfach Erwähnung fanden. Eine Vergrößerung der Bond-

Tabelle VIII

Summe der an der New Yorker Börse eingetragenen Obligationen und Aktien

(Aus Financial Review 1910)

Jahr	Bonds in Dollar				Aktien in Dollar			
	Neu aufgelegte Bonds	Früher aufgelegte Bonds, die noch eingetragen sind	An Stelle alter Bonds aufgelegte neue Bonds	Gesamtsumme	Neu aufgelegte Aktien	Früher aufgelegte Aktien, die noch eingetragen sind	An Stelle alter Aktien aufgelegte neue Aktien	Gesamtsumme
1900	147 678 597	6 287 000	289 747 403	443 713 000	296 550 572	130 205 000	194 179 428	620 935 000
1901	220 171 700	21 270 100	681 568 300	923 010 100	429 537 450	76 090 600	1 136 385 665	1 642 013 715
1902	197 516 313	2 878 000	333 124 987	533 519 300	251 069 400	11 462 300	521 500 895	784 032 595
1903	191 515 050 [1]	12 798 000	376 975 750	581 288 800	172 944 200	38 791 600	215 154 495	426 890 295
1904	429 810 500	—	105 269 100	535 079 600	120 635 650	—	55 231 750	175 866 800
1905	569 079 000	20 000 000	390 947 650	980 026 650	125 123 300	99 889 200	308 422 400	533 434 900
1906	303 112 000 [2]	12 304 500	256 482 000	571 898 500	237 479 600	16 440 700	408 849 150	662 769 450
1907	246 733 914	72 362 000	101 717 086	420 813 000	159 106 244	321 056 300	95 869 506	576 032 050
1908	648 869 500	95 794 000	128 294 500	872 958 000	123 977 900	248 780 200	141 169 350	513 927 450
1909	712 734 963	8 479 000	327 742 537	1 098 956 500	297 253 037	363 701 600	664 571 448	1 325 526 085
1910	571 526 800	52 008 300	184 627 400	808 162 500	304 681 590	467 175 700	467 644 255	1 239 501 545

[1]) Ausschließlich 1 155 000 000 Dollars Russische Staatsanleihe.

[2]) Ausschließlich 425 000 000 „ Japanische „

Tabelle IX

Summe der an der New Yorker Börse eingetragenen Bonds

Zusammensetzung nach Arten

(Aus Financial Review 1910)

Jahr	Bonds in Dollars			
	Gesamtsumme	Eisenbahn-bonds	Straßenbahn-bonds	übrige Bonds
1900	443 713 000	269 303 000	17 000 000	157 410 000
1901	923 010 100	667 006 000	65 321 000	190 683 100
1902	533 519 300	434 612 000	12 780 000	86 127 300
1903	581 288 800 [1]	270 759 000	52 042 000	258 487 800 [1]
1904	535 079 600	343 036 500	17 118 000	174 925 000
1905	980 026 650	538 584 000	29 650 000	411 792 650
1906	571 898 500 [2]	305 727 500	126 231 000	139 940 000 [2]
1907	420 813 000	267 992 000	16 072 000	136 749 000
1908	872 958 000	506 160 000	65 076 000	301 722 000
1909	1 098 956 500	770 500 700	37 339 000	291 116 800
1910	808 162 500	444 167 700	53 679 000	310 315 800

[1]) Ausschließlich 1 155 000 000 Dollars 4%ige Russische Staatsanleihe.
[2]) Ausschließlich 425 000 000 Dollars Japanische Staatsanleihe.

schuld wird einer Vermehrung des Aktienkapitals fast durchwegs vorgezogen [1]).

Trotz der großen Zunahme, welche die Obligationen in den letzten Jahren erfahren haben, ist die Gesamtsumme aller an der Börse eingetragenen Aktien immer noch größer, als die aller eingetragenen Obligationen. Der Gesamtnennwert aller Aktien betrug 1910 1 239 501 545 Dollars, während der Gesamtnennwert aller Obligationen nur sich auf 808 126 500 Dollars belief. Der Grund dieser Erscheinung ist darin zu suchen, daß die Summe aller früher aufgelegten und an Stelle von alten Aktien neu aufgelegten Aktien die Summe der an der Börse bereits eingetragenen und an Stelle von alten Bonds neu aufgelegten Bonds weit übersteigt.

Die Frage, inwieweit die einzelnen Klassen von Börsenpapieren an der Zunahme der Obligationenschuld Anteil haben, wird von der New Yorker Börsenstatistik sehr ungenügend gelöst. Dieselbe unterscheidet bei der statistischen Aufstellung der an der Börse eingetragenen Schuldverschreibungen nur zwei Klassen von Papieren: Eisenbahn- und Straßenbahnobligationen, und gibt keinen Aufschluß, in welchem Verhältnis die Papiere der juristischen Personen des öffentlichen Rechts und der Industrie zu den übrigen an der Börse eingetragenen Papiere stehen. Aus dieser Statistik (Tabelle IX) kann man daher nur ersehen, daß in den Jahren 1900—1910 zwischen 55 und 65 % aller an der Börse eingetragenen Papiere Eisenbahnobligationen waren und vornehmlich infolge der Zunahme derselben die Gesamtsumme der an der Börse gehandelten Papiere angewachsen ist. 1900 betrug der Nennwert der an der Börse eingetragenen Eisenbahnbonds 269 303 000 Dollars, und der Nennwert aller sonstigen Obligationen mit Ausnahme der Straßenbahnbonds 157 410 000 Dollars. 1909 belief sich der Nennwert der eingetragenen Eisenbahnobligationen auf 770 500 700 Dollars, der der übrigen Obligationen mit Ausnahme der Straßenbahnbonds auf 291 116 800 Dollars.

Eine Aufklärung darüber, welche Gesamtentwicklung die

---

[1]) Bemerkt sei, daß in England gerade das umgekehrte Prinzip herrscht.

Tabelle X

Die United States Government bonds

(Aus dem Report of the Treasury Department)

Jahr	Summe der im Umlauf befindlichen Government bonds in Dollars	Jahr	Summe der im Umlauf befindlichen Government bonds in Dollars	Jahr	Summe der im Umlauf befindlichen Government bonds in Dollars
1885	1 196 150 950	1900	1 023 478 860	1906	895 159 140
1890	725 313 110	1902	931 070 340	1908	897 503 990
1895	716 202 060	1904	895 157 440	1910 u. 1911	913 317 490

(Aus Commercial and Financial Chronicle, 28. Februar 1911)

Zusammensetzung der Bondschuld von 1911

Art der Anleihe	Registered bonds	Coupon bonds	Summe
4 % Anleihe, zahlbar 1925	98 759 100	19 730 800	118 489 900
3 „ Anleihe, zahlbar 1908—1918	43 199 040	20 746 420	63 945 460
2 „ consols, zahlbar 1930	641 944 550	4 305 600	646 250 150
2 „ Panamakanalanleihe, zahlbar 1936	54 605 240	26 740	54 631 980
2 „ Panamakanalanleihe, zahlbar 1936	29 629 720	370 280	30 000 000
Summe	868 137 650	45 179 840	913 317 490

Bondschuld am amerikanischen Markte in den letzten Jahren genommen hat, kann uns die Börsenstatistik nicht nur deshalb nicht geben, weil in ihr die verschiedenen Bondklassen zu wenig detailliert werden, sondern weil, wie schon an früherer Stelle betont wurde, ein großer Teil aller amerikanischen Schuldverschreibungen an der New Yorker Börse gar nicht eingetragen wird. Wir müssen daher andere Quellen aufsuchen, wenn wir uns ein Bild von der Entwicklung machen wollen, welche die Bondschuld der juristischen Personen des öffentlichen und des privaten Rechts in den letzten Jahren genommen hat.

Ueber die Schuldverschreibungen der Regierung geben uns die Reports of the Comptroller of the treasury die beste Auskunft. Nach diesen Reports haben die letzten Jahrzehnte nicht eine Vermehrung der U. St. government bonds, sondern eine Abnahme derselben mit sich gebracht. 1885 betrug der Gesamtnennwert aller im Umlauf befindlichen government bonds 1196150950 Dollars, Ende 1910 und Anfang 1911 dagegen war derselbe auf 913317490 Dollars gesunken (s. Tabelle X).

Ebenfalls ein Abnehmen war bis in die letzte Zeit bei den Schuldverschreibungen der einzelnen Staaten und Territorien zu beobachten. Von 1880 ist die Summe aller staatlichen Obligationen, wie aus Tabelle XI hervorgeht, gesunken und ist erst wieder seit dem Beginn des neuen Jahrhunderts im Steigen begriffen. Für das Jahr 1910 mag sie schätzungsweise 275000000 Dollars betragen haben, somit weniger als ein Drittel der Schuld der Bundesregierung.

Die Obligationen der Grafschaften und Schuldistrikte dagegen haben sich seit dem Jahr 1880 langsam aber stetig vermehrt. 1910 wird ihre Summe auf 220000000 Dollars bzw. 70000000 Dollars geschätzt.

Von allen juristischen Personen des öffentlichen Rechts haben die Städte am meisten ihre Bondschuld vermehrt. 1902 betrug ihre Bondschuld (zuzüglich der in den sinking funds befindlichen Papiere) 1497830153 Dollars. 1908 war sie auf 2068440634 Dollars gestiegen; 1910 wird sie auf zirka 2200000000 Dollars geschätzt[1]).

---

[1]) New York allein hat eine fundierte Schuld von über 500000000 Dollars.

Tabelle XI

Die Bondschuld der Juristischen Personen des öffentlichen Rechts mit Ausnahme des U. S. Government

Berechnet aus den Special Reports of the Census office (Wealth, Debt and Taxation) von 1907 und anderen offiziellen Berichten

Bondschuld der	1880	1890	1902	1910
Staaten und Territorien	294 651 320	226 531 062	258 611 439	za. 275 000 000
Grafschaften	144 203 096	165 023 045	196 580 055	„ 220 000 000
Kommunalverbände [1])	785 423 160	824 531 510	1 497 830 153	„ 2 200 000 000
Schuldistrikte	25 320 430	46 701 928	56 274 560	„ 70 000 000
Summe	1 249 598 006	1 262 787 545	2 009 296 207	za. 2 765 000 000

[1]) Bestehend aus Großstädten, Städten, Dörfern und gemeindlichen Verbänden mit Ausnahme der Schuldistrikte.

Das Anwachsen der Bondschuld der Eisenbahnen haben wir, soweit die an der Börse gehandelten railroad bonds in Betracht kommen, bereits in der Börsenstatistik verfolgt. Einen noch deutlicheren Einblick gewinnen wir, wenn wir die von der Interstate Commerce Commission aufgestellte Statistik betrachten, welche auf ziemliche Genauigkeit Anspruch macht und alle von Eisenbahngesellschaften emittierten Obligationen umfaßt. Im Jahre 1900 betrug der Nennwert der Gesamtbondschuld der Eisenbahnen 5 645 455 367 Dollars; 1908 war er auf mehr als 9⅓ Milliarden angestiegen. Nach Angaben aus Poor's Manual hat sich die Bondschuld von 1908—1910 um weitere 600 000 000 Dollars vermehrt, so daß 1910 ihr Wert über 9,9 Milliarden beträgt. Das Hauptkontingent der railroad bonds wird von mortgage bonds gestellt, die 1908 mehr als zwei Drittel der ganzen Eisenbahnbondschuld umfaßten. An zweiter Stelle standen die collateral trust bonds, an dritter die debentures. Wie aus Tabelle XII hervorgeht, bleibt die Summe der von den Eisenbahngesellschaften emittierten Aktien hinter der Summe der von ihnen ausgegebenen Bonds weit zurück.

Im Vergleich zur Eisenbahnbondschuld nimmt sich die Bondschuld der elektrischen Straßenbahnen verhältnismäßig klein aus. 1902 belief sich dieselbe auf 992 709 139 Dollars (bei einem Aktienkapital von 1 315 572 960 Dollars). 1907 war war der Gesamtnennwert auf 1 677 063 240 Dollars gestiegen (bei einem Aktienkapital von 2 097 708 856 Dollars). Im Jahre 1910 betrug sie nach den Angaben der Reports of „American Street Railway Investments" 2,3 Milliarden (bei einem Aktienkapital von 2,7 Milliarden).

Leider steht uns nicht genügend statistisches Material zur Verfügung, um die Entwicklung und die heutige Höhe der Bondschuld einwandfrei festzustellen, die die übrigen sogenannten public service corporations (Gas-, elektrisches Licht- und Kraft-, Telephon-, Telegraphgesellschaften) und die rein industriellen Gesellschaften aufgenommen haben. Die Bondschuld der übrigen public service corporations wurde 1910 auf 1,6 Milliarden veranschlagt. Die Bondschuld der rein industriellen Gesellschaften wurde von mir für das Jahr 1910 berechnet und betrug in

Tabelle XII

Die Bondschuld der Dampfeisenbahnen

(Aus dem 21. Annual Report of the Statistics of Railways 1909)

Jahr	Aktien in Dollars	Prozentsatz vom gesamten Kapital	Bonds in Dollars	Prozentsatz vom gesamten Kapital
1899	5 515 011 726	49,98	5 518 943 172	50,02
1900	5 845 579 593	50,87	5 645 455 367	49,13
1901	5 806 506 204	49,68	5 881 580 887	50,32
1902	6 024 201 295	49,65	6 109 981 669	50,35
1903	6 155 559 032	48,85	6 444 431 226	51,15
1904	6 339 899 329	47,98	6 873 225 350	52,02
1905	6 554 557 051	47,48	7 250 701 070	52,52
1906	6 803 760 093	46,69	7 766 661 385	53,31
1907	7 356 861 691	45,75	8 725 284 992	54,25
1908	7 373 212 323	43,97	9 394 332 504	56,03

Zusammensetzung der Eisenbahnbondschuld

	1899	1908
Mortgage bonds	4 731 054 376	6 610 189 953
Income bonds	260 048 753	258 584 016
Equipment trust bonds . . .	42 058 348	344 592 782
Collateral trust bonds [1]) . .		1 076 670 441
Debentures [1])	485 771 695	835 551 354
Uebrige Bonds [1])		268 743 958
Summe	5 518 943 172	9 394 332 504

[1]) Spezialisierung ist erst seit 1908 durchgeführt.

ihrer Gesamtheit (bei einem Aktienkapital von 8 Milliarden Dollars) 2,5 Milliarden Dollars, an denen allein mit zirka 650 000 000 Dollars die United States Steel Corporation beteiligt war.

Schätzt man schließlich den Nennwert aller Bonds, die von sonstigen privatrechtlichen Korporationen herausgegeben werden, auf 1,4 Milliarden, so ergibt sich folgendes Bild von der Größe der im Jahr 1910 im Umlauf befindlichen amerikanischen Bondschuld, das freilich infolge der Mangelhaftigkeit des statistischen Materials nicht in allen Punkten auf absolute Genauigkeit Anspruch machen kann:

	Gesamtnennwerte 1910	Prozentualer Betrag der gesamten Summe
United States bonds	913 317 490	4,4
State bonds	275 000 000	1,3
Municipal bonds	2 490 000 000	11,9
Railroad bonds	9 394 332 504	45,0
Street & electric Rws. bonds	2 300 000 000	11,1
Gas- & electric light, Telegraph- & Telephonbonds	1 600 000 000	7,7
Industrial bonds	2 500 000 000	11,9
Uebrige Gesellschaftsobligationen . .	1 400 000 000	6,7
Summe . .	20 872 649 994	100

Charles A. Conant hat in der Atlantic Monthly, vol. 101 in einem Aufsatz: Worlds wealth in negotiable securities, den Gesamtnennwert der im Umlauf befindlichen Bonds für das Jahr 1905 auf 13 490 958 427 Dollars berechnet. Das würde die Richtigkeit der beiden für die Jahre 1905 und 1910 berechneten Summen vorausgesetzt, eine jährliche Durchschnittszunahme von 1 476 338 313 Dollars in den vergangenen 5 Jahren bedeuten. Höchst wahrscheinlich übersteigt der Kurswert aller 1910 im Umlauf befindlichen Bonds die Summe von 20 872 649 994 Dollars ganz bedeutend.

Es wäre interessant, einen Einblick darin zu gewinnen, in welchen Händen diese große Summe untergebracht ist. Durch

die Zersplitterung des Bondbesitzes und die Mangelhaftigkeit des statistischen Materials, das uns hierzu zur Verfügung steht, wird diese Aufgabe sehr erschwert.

Allgemein läßt sich feststellen, daß in den industriell entwickelteren Ländern, also vor allem in den Eastern States, eine größere Menge Bonds untergebracht ist, als in den ärmeren, bloß Ackerbau treibenden Ländern. Neben der wirtschaftlichen Verfassung der einzelnen Landesteile beeinflußt auch die Sparbankengesetzgebung der verschiedenen Staaten die geographische Verteilung des Bondbesitzes. Je nachdem einzelne Staaten die Obligationen der Kommunen, Eisenbahnen und industriellen Unternehmungen als Anlagepapiere für die Sparbanken zulassen und ihnen somit eine Art von mündelsicherem Charakter verleihen, werden in diesen Staaten die Bonds in höherem Maße zur Kapitalsanlage herangezogen oder nicht. Ziffernmäßig läßt sich diese Erscheinung, da statistische Angaben fehlen, allerdings nicht nachweisen.

Als Besitzer von Obligationen kommen neben den juristischen Personen des öffentlichen Rechts, welche nicht unbedeutende Summen teils in ihren sinking funds niederlegen, teils zu Anlagezwecken verwenden, privatrechtliche Körperschaften und Einzelindividuen in Frage.

Unter den privatrechtlichen Körperschaften sind es vor allem die Eisenbahn- und Industriegesellschaften, welche einen großen Bondbesitz aufzuweisen haben. Besonders die ersteren haben einen bedeutenden Teil ihres Vermögens in Obligationen angelegt. Man wird kaum mit der Annahme fehlgehen, daß mehr als ein Drittel aller Eisenbahnbonds sich im Besitze der Eisenbahngesellschaften selbst befindet. Ein großes Absatzgebiet finden die Obligationen fernerhin bei allen Gesellschaften, die auf Grund der Bank- und Versicherungsgesetze inkorporiert sind, also vor allem den Nationalbanken, Staats-, Privatbanken, Trustkompagnien, Versicherungs-, Geldanlagegesellschaften (Investment companies) usw. Seit neuerer Zeit sind diese größtenteils gesetzlich gezwungen, jährliche Rechenschaftsberichte an die staatlichen Behörden gelangen zu lassen [1]). Daher ist es

[1]) Die Nationalbanken unterbreiten ihre Geschäftsberichte dem Comptroller of the currency, die übrigen den State commissioners.

heute besser als früher möglich, sich über ihre Vermögensverhältnisse ein Bild zu machen, wenn auch die Ungenauigkeit der Rechenschaftsberichte einen tieferen Einblick unmöglich macht.

Die Versicherungsgesellschaften nehmen unter den genannten Instituten, was die Höhe des Obligationsbesitzes betrifft, die erste Stelle ein. Der Wert der in ihrem Besitz befindlichen Staats- und Kommunalpapiere wird auf 160 000 000 Dollars, der Wert ihrer Eisenbahnobligationen auf 1 200 000 000 Dollars angegeben. An United States government bonds besitzen sie nur etwa 25 000 000 Dollars. Die in New York domizilierten Versicherungsgesellschaften haben den größten Bondbesitz aufzuweisen; nach ihnen kommen die Gesellschaften der Staaten Pennsylvania und Connecticut zu stehen.

An zweiter Stelle sind die Sparbanken zu nennen. In früheren Jahren legten dieselben den größten Wert auf den Erwerb von United States government bonds: noch 1895 besaßen sie ungefähr 150 Millionen United States bonds. Die geringe Rentabilität der Regierungspapiere veranlaßte die Banken aber, neuerdings ihre Anlagen in diesen Obligationen zu verringern und vor allem Kommunal- und Eisenbahnpapiere zu erwerben. 1902 hielten sie nur mehr ungefähr 13 Millionen United States government bonds in Händen, hingegen 150 Millionen Kommunalpapiere und 130 Millionen Eisenbahnpapiere. 1910 belief sich ihr Besitz ebenfalls auf 13 Millionen United States government bonds, 620 Millionen Staats- und Kommunalpapiere und 300 Millionen Eisenbahnpapiere[1]). Auch unter den Sparbanken verfügen die Institute des Staates New York über den größten Bondbesitz.

Die gewaltige Verbreitung, welche die Trustkompagnien in den letzten Jahren gefunden haben, hat den Bonds ein weiteres Absatzgebiet eröffnet[2]). Der Wert ihres Besitzes an United States bonds betrug 1903 2 920 082 Dollars, an state und municipal bonds 15 568 451 Dollars, an railroad bonds und

---

[1]) Die Zahl der Sparbanken stieg von 1902—1910 von 1078 auf 1500.

[2]) Von 531 im Jahre 1903 ist ihre Zahl auf nahezu 1000 im Jahre 1910 gestiegen.

stocks 21 676 000 Dollars, an sonstigen bonds und stocks 535 865 335 Dollars, 1910 dagegen besaßen sie United States bonds im Wert von 500 000 Dollars, state und municipal bonds im Wert von 100 Millionen Dollars, railroad bonds und stocks im Wert von 35 Millionen Dollars, sonstige bonds und stocks im Wert von 730 Millionen Dollars. Die mangelnde Spezialisierung der Berichte macht es unmöglich, die Höhe ihres Aktien- und Bondbesitzes getrennt festzustellen. Da die Trustkompagnien aber weniger unter gesetzlicher Vormundschaft als die Sparbanken stehen, dürften ihre Kapitalsanlagen in Aktien größer sein als in Bonds.

Es würde zu weit führen und größtenteils wegen der Mangelhaftigkeit des statistischen Materials auch nicht möglich sein, den Anteil festzustellen, welchen alle National-, Staats- und Privatbanken, sonstige Körperschaften und Stiftungen an der im Umlauf befindlichen Bondsumme haben. Erwähnt sei nur die interessante Erscheinung, daß die Nationalbanken von Amerika von den 913 Millionen United States government bonds, die Anfang 1911 in Umlauf waren, 750 Millionen, also etwa 83 %, im Besitz hatten.

Die Natur der Sache bringt es mit sich, daß wir uns noch weniger ein klares Bild von dem Umfang des Bondbesitzes der Privatkapitalisten machen können. Das Wallstreet Journal trat 1909 in einem interessanten Aufsatz „der weitverzweigten Ansicht entgegen, welche den Bondbesitz der Privatkapitalisten niedriger einschätzt, als den aller finanziellen Institute, die mit fremden Mitteln Kapitalsanlagen machen, also aller Versicherungsgesellschaften, Geldanlagegesellschaften, Sparbanken, Banken usw.“. Nach der Ueberzeugung dieses Blattes besitzen die amerikanischen Kapitalisten nahezu doppelt so viel Wertpapiere als alle genannten Institute zusammengenommen. Wie weit die Zeitschrift mit ihrer Anschauung im Recht ist, entzieht sich unserem Urteil.

Die Aufgaben, welche den Bonds zufallen, die im Besitze der privatrechtlichen Körperschaften und der Kapitalisten stehen, sind verschiedenartige. Vor allem dienen die Papiere dem Zwecke der reinen Kapitalanlage; sie werden aber auch sehr oft zu Nebendiensten herangezogen, indem sie als Pfandobjekte ver-

wendet werden. Ihre Sicherheit, Rentabilität und leichte Veräußerlichkeit läßt sie zu diesem Zwecke besonders geeignet erscheinen. Das Lombardgeschäft hat im Laufe der letzten Jahre in Nordamerika ungeheuer an Bedeutung zugenommen; Nationalbanken, Trustkompagnien, Staat- und Privatbanken, Versicherungsgesellschaften leihen heute jährlich Millionen von Bargeld an Kapitalisten aus, wenn letztere durch Verpfändung von Bonds oder Stocks Sicherheit gewährt haben. Dieselbe Erscheinung finden wir im großen bei der Aufnahme vieler Anleihen durch die Eisenbahn- und Industriegesellschaften. Eine große Anzahl von Obligationen wird, wie wir schon an früherer Stelle festgestellt haben, zur Sicherstellung von Anleihen verpfändet. Es entzieht sich vollkommen unserem Urteil, wie groß die Summe von Bonds ist, die von den verschiedenen Gesellschaften als Sicherheit für die collateral trust bonds verpfändet wird. Jedenfalls dürfte diese Summe eine ungeheure sein und 1 Milliarde übersteigen [1]).

Als Pfandobjekte werden die Bonds des weiteren im Verhältnis zwischen den Nationalbanken und dem amerikanischen Bundesschatzamt verwendet. An früherer Stelle wurde auf dieses eigenartige Verhältnis bereits hingewiesen. Nach den Vorschriften des Nationalbankgesetzes erhalten die Nationalbanken von der Regierung nur unter der Bedingung die Erlaubnis, ihr Geschäft zu beginnen, wenn sie 25% ihres Aktienkapitals, soweit dasselbe nicht 150000 Dollars übersteigt, und wenn dies der Fall ist, mindestens 50000 Dollars in United States bonds beim Schatzamt hinterlegen.

Zur Ausgabe von Banknoten dürfen die Nationalbanken ebenfalls nur schreiten, wenn sie zu deren Sicherstellung United States bonds dem Schatzsekretär verpfänden. Haben sie nur

---

[1]) 1908 betrug der Nennwert allein der im Umlauf befindlichen collateral trust bonds der Eisenbahngesellschaften 1076670441 Dollars (Tabelle XII). Der Wert der zur Sicherstellung dieser Summe verwendeten Wertpapiere dürfte größer sein. Wieviele von diesen Wertpapieren Aktien, wieviele Bonds waren, ist unbekannt. Auch die hypothekarisch sichergestellten Obligationen werden häufig noch durch Bonds sichergestellt. Wie groß die Summe der hierbei zur Verwendung kommenden Papiere ist, ist ebenfalls unbekannt.

2%ige Bonds hinterlegt, so dürfen sie in Banknoten 100% der verpfändeten Papiere ausgeben. Haben sie höherverzinsliche Papiere hinterlegt, so dürfen sie nur 90% des eingelieferten Betrages ausgeben.

Ueber die volle Höhe ihres Aktienkapitals dürfen die Banken Bonds nicht deponieren, somit ist auch die Höhe der von den Banken ausgegebenen Notensumme beschränkt. Daß die Banken von der für sie vorteilhaften [1]) Erlaubnis, Noten auszugeben, reichlichen Gebrauch machen, beweist die Tatsache, daß von den 750 Millionen Bonds, die im März 1911 im Besitze der Nationalbanken waren, 697 Millionen Dollars beim Schatzsekretär hinterlegt waren. Nur ungefähr 53 Millionen United States government bonds wurden also nicht zur Notendeckung verwendet. Und von diesen 53 Millionen waren wiederum über 38 Millionen Bonds für andere Zwecke beim Bundesschatzamt hinterlegt.

Wie schon erwähnt, werden die Nationalbanken von der Bundesregierung als Hinterlegungsstellen für öffentliche Gelder verwendet. Zur Sicherstellung dieser Depositen haben sie ebenfalls dem Bundesschatzamt Wertpapiere zu verpfänden. Der Schatzsekretär kann aber neben United States bonds auch andere Obligationen als Pfandobjekt annehmen, insoweit er am 1. Januar jedes Jahres sich hierzu verpflichtet hat. So kommt es, daß von 47 Millionen Bonds, welche im März 1911 zur Sicherstellung der Staatsdepositen beim Schatzamt hinterlegt waren, 38 Millionen United States bonds, die übrigen aber Kommunal- und Eisenbahnpapiere waren.

---

[1]) Vorteilhaft erweist sich die Notenausgabe für die Nationalbanken auf Grund folgender Berechnung:

Nimmt man den Preis der 2%igen Bonds (97% aller deponierten Bonds sind 2%ig) zu 105%, so belaufen sich die Anschaffungskosten von 100000 Dollars auf 105000 Dollars. Die Zinsen für den Umlauf der Noten in Höhe von 6% und die Zinsen der 2%igen Bonds ergeben Roheinnahmen von 8000 Dollars. Hiervon kommt in Abzug die Notensteuer, die halbjährig 1/4% beträgt, Rückzahlungskosten und sonstige Spesen in Höhe von 677,14 Dollars. Daher betragen die Reineinnahmen 7322,86 Dollars. Die Zinsen auf die Anschaffungskosten der Bonds in Höhe von 6% betragen 6300 Dollars. Somit haben die Banken bei einer Ausgabe von 100000 Dollars einen Gewinn von (7322,86 — 6300 =) 1022,86 Dollars

Schließlich ist durch die Banknovelle von 1908 eine weitere Möglichkeit vorerst auf 5 Jahre geschaffen worden, derzufolge Bonds im Verhältnis zwischen Regierung und Nationalbanken als Pfandobjekte Verwendung finden. Es ist den Nationalbanken unter bestimmten Bedingungen gestattet worden, Vereinigungen zu gründen, welche Notstandsbanknoten bis zur Höhe von 500 Millionen Dollars ausgeben dürfen. Die Sicherstellung dieser Noten hat durch die Verpfändung von Staats-, Kommunal- und Eisenbahnpapieren oder Warenwechsel zu erfolgen, und zwar dürfen die Obligationen nur bis zu 90 % ihres Nennbetrages, die Warenwechsel bis zu 75 % angerechnet werden. Im Juli 1908 betrug die Summe der zur Notendeckung verpfändeten Bonds 629 Millionen Dollars.

Der Umstand, daß die Bundesregierung in letzter Zeit neben United States bonds auch Kommunal- und Eisenbahnobligationen als Pfandobjekte gegenüber dem Bundesschatzamt zugelassen hat, hat das Ansehen dieser Papiere sehr gehoben.

Die Stellung einer Bondkaution wird aber nicht nur den Nationalbanken zur Aufgabe gemacht, in den meisten Staaten haben alle Geldinstitute, welche Depositen annehmen, eine gewisse Summe Bonds den staatlichen Behörden als Sicherheit für die Deponenten zu hinterlegen; insbesondere ist dies in New York der Fall.

Außer als Kapitalsanlagewerte und Pfandobjekte dienen die Bonds in neuerer Zeit zur Anlage von Reservefonds. In einzelnen Staaten wird es gewissen Geldinstituten (z. B. den New Yorker trust companies) vom Gesetze zur Aufgabe gemacht, aus Obligationen bestehende zweite Reserven in gewisser Höhe zu unterhalten. Neuerdings haben sich aber auch viele Bankinstitute mit Rücksicht auf die großen Geldsummen, welche zeitweise infolge der wirtschaftlichen Konstellation benötigt werden, aus freien Stücken neben ihren Barreserven zur Haltung einer zweiten aus Bonds bestehenden Reserve veranlaßt gesehen. Eine Rundfrage bei 4000 Banken, welche William Cornwell zur Grundlage eines Aufsatzes in den Annals of the

---

zu verzeichnen (entnommen den Reports of the comptroller of the currency, House Documents vol. 80).

American Academy vol. 30, Nr. 2, September 1907 gemacht hat, gibt uns einen Einblick, wieviele Anhänger dieses Prinzip in den Vereinigten Staaten bereits gefunden hat. 89 % aller Antworten sprachen sich für die Haltung einer solchen Bondreserve aus und gaben die Ansicht kund, daß dieselbe am besten aus Kommunal- und Eisenbahnpapieren bestehen solle, ein beredtes Zeichen für das Vertrauen, das man den genannten Obligationen heute entgegenbringt.

IX

Verbreitung der Bonds in Europa, besonders in Deutschland

Der rege Geschäftsgeist des amerikanischen Volkes war frühzeitig bestrebt, seinen Obligationen nicht nur im Heimatlande, sondern in den verschiedensten Ländern des Weltalls ein Absatzgebiet zu sichern. Vornehmlich in Europa suchte man seit Mitte der siebziger Jahre einen Markt für amerikanische Obligationen zu gründen, und die darauf zielenden Bestrebungen blieben nicht ohne Erfolg. Von den europäischen Ländern hat England wohl den größten Besitz an Bonds aufzuweisen, obwohl derselbe gegen frühere Zeiten etwas zurückgegangen sein dürfte. Es gab eine Zeit zwischen 1880 und 1890, da wurden Hunderte von Millionen dieser Papiere jährlich in England untergebracht. Als aber die schwere amerikanische Krisis des Jahres 1893 kam, welche England einen großen Geldverlust in erster Linie infolge seiner Beteiligung an amerikanischen Aktienunternehmungen brachte, flaute das Interesse für alle amerikanischen Papiere stark ab. In den letzten 10 Jahren ist es aber wieder neu erwacht, und an der Londoner Börse sind heute sehr viele amerikanische Papiere eingeführt. Wie hoch der Gesamtbetrag der in England zurzeit untergebrachten Bonds ist, läßt sich nicht feststellen. Allein der Nennwert der an der Londoner Börse zum Handel zugelassenen Eisenbahnobligationen berechnet sich nach dem Stand vom 23. Dezember 1911 auf Grund der Angaben des „Economist“ auf 2 369 346 000 Dollars, der der zugelassenen Eisenbahnaktien auf 908 954 000 Dollars. Irgend ein Schluß auf die Höhe der Inanspruchnahme des englischen Kapital- und Geldmarktes

durch die Emissionstätigkeit der amerikanischen Bahnen kann aber aus diesen Ziffern selbstverständlich nicht gezogen werden. In einer Studie von Charles Speare, dem finanziellen Redakteur der New Yorker Evening Mail (Annals of the American Academy vol. 30, II), wird der Gesamtbetrag der in England plazierten Bonds für das Jahr 1906 auf 4 Milliarden Dollars geschätzt. Die Verantwortung für die Richtigkeit dieser Schätzung muß dem Autor überlassen bleiben.

In dem benachbarten Frankreich konnten die Bonds keinen so starken Absatz finden wie in England. Der Grund dafür ist vor allem in den hohen Steuern zu suchen, welche die französische Regierung auf ausländische Wertpapiere gesetzt hat. Diese Steuern wirken fast wie staatliche Einführungsverbote. Nur etwa 300 Millionen Dollars sollen in Frankreich untergebracht sein. Gerade in jüngster Zeit scheint sich aber die Nachfrage nach amerikanischen Papieren zu heben.

Mehr Interesse als Frankreich hat Holland stets den amerikanischen Papieren entgegengebracht. Nach der Angabe von Charles Speare mögen Bonds im Werte von 600 Millionen Dollars, nach anderer Schätzung im Werte von 800 Millionen Dollars in Holland untergebracht sein. Und zwar hat sich Holland besonders deswegen in den Augen der amerikanischen Kreditsucher beliebt gemacht, weil es in der Regel seine amerikanischen Papiere bis zur Fälligkeit hält, während die Papiere aus den anderen europäischen Ländern vielfach kurze Zeit nach ihrer Einführung nach Amerika zurückfluten.

Nächst England haben die amerikanischen Bonds das größte Absatzgebiet in Deutschland gefunden. Von 1870 bis gegen 1900 bildete Frankfurt den Haupthandelsplatz für die amerikanischen Papiere. Das Interesse für sie war vornehmlich in Süddeutschland konzentriert. Die Berliner Börse beschäftigte sich verhältnismäßig weniger mit ihnen. Seit 1900 hat jedoch der Handel mit amerikanischen Papieren an der Berliner Börse bedeutend an Intensität zugenommen.

Hauptsächlich die Obligationen der großen Eisenbahngesellschaften haben an den deutschen Börsen Eingang gefunden. United States bonds wurden nur einmal und zwar 1870 an der Frankfurter Börse eingeführt. Auch amerikanische

Kommunalpapiere haben eine geringe Rolle in Deutschland gespielt. Heute werden nur 3 Städteanleihen in Deutschland gehandelt, nämlich die Anleihen von Chicago, Evansville und St. Louis; dagegen sind die Anleihen von etwa 30 Eisenbahngesellschaften in Deutschland eingeführt. Im Jahre 1905 wurde der Versuch gemacht, den deutschen Markt für amerikanische Industrieobligationen zu interessieren; derselbe ist aber nicht geglückt.

Auch in Deutschland läßt sich schwer feststellen, wie viel Kapital in amerikanischen Werten investiert ist. Die Börsenstatistik gibt uns zwar ein Bild von der Größe der Beträge, welche jährlich an den deutschen Börsen eingeführt wurden (s. Tabelle XIII). Diese Ziffern setzen uns aber nicht in die Lage, festzustellen, wie die deutsche Reichstatistik selbst erklärt, in welchem Maße Deutschland den amerikanischen Gesellschaften zurzeit Kredit gegeben hat; denn es entzieht sich unserer Beobachtung, wieviel von den in Deutschland eingeführten Papieren überhaupt gekauft und nicht sofort wieder nach Amerika gesandt wurden, — die emittierenden Banken verschweigen das begreiflicherweise — und wieviele noch in den Händen der deutschen Käufer gehalten werden. Anderseits läßt es sich nicht feststellen, wieviele amerikanische, in Deutschland nicht notierte Papiere in das Land importiert wurden und wieviele Papiere im Auftrag der deutschen Käufer im Ausland gekauft und in auswärtigen Depots verwaltet werden. Wiederholt wurden Versuche gemacht, einigermaßen genau festzustellen, wieviel deutsches Kapital durch fremdländische Emissionen gebunden und dem Ausland zugeführt wird. Besonders die „Frankfurter Zeitung“ und der „Deutsche Oekonomist“ haben sich bei diesen Versuchen ausgezeichnet. Aber auch ihre Statistiken ergeben bestenfalls nur ein Bild von der Summe der ausländischen Werte, die man am offiziellen Geldmarkt unterzubringen versuchte, und entbehren im übrigen einer genaueren Detaillierung, wie sich diese Summe auf die einzelnen außerdeutschen Länder verteilt[1]). Speare schätzt die Summe

[1]) Näheres siehe hierüber: Deutscher Oekonomist 28. Jahrgang 1910, 29. Jahrgang 1911, Abschnitte über Emissionsstatistik; Handwörterbuch

Tabelle XIII

Die an den deutschen Börsen von 1899—1909 zum Handel zugelassenen ausländischen Wertpapiere

Nennwerte in Millionen Mark

(Aus den Vierteljahrsheften der Statistik des Deutschen Reiches Heft II, 1908; Heft I, 1910)

Jahr	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909
Amerikanische Eisenbahnobligationen .	318,7	33,3	—	170,2	172,9	42,0	661,7	364,5	115,5	—	172,4
Ausländische Eisenbahnobligationen .	372,1	33,3	215,0	213,4	390,8	78,1	677,0	366,2	118,9	—	313,0
Amerikanische Eisenbahnaktien . . .	—	—	—	—	—	525,0	1 680,0	116,6	—	—	—
Ausländische Eisenbahnaktien . . .	0,6	76,0	—	3,2	81,9	525,0	1 751.0	156,6	85,2	118,9	0,8
Amerikanische Industrieobligationen .	—	—	—	—	—	—	—	5,2	—	—	—
Ausländische Industrieobligationen .	—	13,9	8,0	—	6,0	—	41,4	9,2	—	—	—
Summe der zugelassenen amerikanischen Wertpapiere . .	318,7	33,3	—	170,2	172,9	567,0	2 361,7	526,3	115,5	—	172,4
Summe der zugelassenen ausländischen Wertpapiere . .	1 505,4	447,9	778,1	2 645,2	4 589,1	2 155,5	5 282,9	1 110,5	7 019,2	745,7	974,4

der in deutschen Händen befindlichen Bonds auf 1 Milliarde Dollars; andere setzten die Summe etwas tiefer an. Jedenfalls aber unterliegt es keinem Zweifel, daß in Deutschland ein tatkräftiges Interesse für die amerikanischen Papiere herrscht, das nach der Krisis von 1907 etwas nachließ, neuerdings aber, wie die glückliche Einführung neuer großer Eisenbahnanleihen in den jüngsten Tagen beweist, wieder im Steigen begriffen ist.

Noch ist die stürmische Entwicklung der amerikanischen Eisenbahn- und Industriegesellschaften nicht zum Stillstand gekommen. Die Kapitalbedürfnisse sind immer noch im Steigen begriffen, und wenn auch bei dem zunehmenden Wohlstand Amerikas zu erwarten steht, daß vorwiegend das Heimatland, wie bisher, die Mittel aufbringen wird, um den Kapitalbedarf zu decken, so besteht bei den amerikanischen Banken doch die Absicht, bedeutend mehr Papiere auf den europäischen Markt zu werfen wie früher. Es entsteht die Frage, wie sich die europäischen und besonders unsere deutschen Kapitalisten hierzu verhalten sollen.

Die deutsche Regierung steht der Ueberschwemmung Deutschlands mit ausländischen Papieren nicht sympathisch gegenüber, wie sich im Februar 1911 anläßlich der Interpellation im Reichstag betreffend die Aufnahme ausländischer Wertpapiere am deutschen Markte erwiesen hat. Von ihrem Standpunkt aus ist ihre Ansicht auch nur zu verständlich, da ihr vor allem daran gelegen sein muß, daß ihre eigenen Papiere und die der deutschen Staaten und Gesellschaften in Deutschland einen offenen Markt finden. Der Kapitalist steht aber auf einem anderen Standpunkt: Er muß vor allem trachten, sein Kapital zwar in sicherer, aber auch in nutzbringender Weise anzulegen, um die Bedürfnisse der sich stets verteuernden Lebenshaltung bestreiten zu können, und wenn er ein Anhänger des vielfach vertretenen Prinzipes der geographischen Verteilung des Anlagekapitals ist, muß er auch ausländische Werte zu erwerben suchen.

In früheren Zeiten wäre ein allzu starkes Eindringen ameri-

---

der Staatswissenschaften, Abschnitt über Emissionsstatistik von Professor Dr. Lotz; Bankenquête 1908/09, Berlin 1910.

kanischer Papiere in Deutschland von Uebel gewesen, da es die Gefahr der Verbreitung ungesetzmäßiger Anleihen in sich geschlossen hätte. Heute liegen aber die Verhältnisse, wie wir aus dem Vorgehenden entnommen haben, anders; und wenn auch keine einheitlichen Vorschriften die Ausgabe von Obligationen regeln, so sind doch die gesetzlichen Grundlagen der amerikanischen Wertpapiere heute bedeutend besser. Abgesehen hiervon haben schon die großen Bankfirmen, welche die Einführung von amerikanischen Werten in Deutschland besorgen, das Interesse, ihren Emissionskredit zu erhalten, und die Zulassungsvorschriften an den deutschen Börsen sorgen nach Möglichkeit dafür, daß das deutsche Publikum sein Kapital nicht an zweifelhafte Papiere wendet. Außerdem werden aber auch bei einer Zunahme der nach Deutschland eingeführten Bonds die unsicheren Papiere kleiner Unternehmungen den deutschen Markt nie betreten, sondern nur die Anleihen großer Gesellschaften, welche auf ein Interesse in deutschen Kapitalistenkreisen rechnen können.

In absehbarer Zeit dürften auch die amerikanischen Städteanleihen auf den deutschen Märkten nicht an Boden gewinnen, sondern nur die Obligationen der großen Eisenbahnen und einzelner Industriegesellschaften, von denen besonders erstere dem deutschen Publikum neben einer guten Rentabilität auch ein genügendes Maß von Sicherheit gewährleisten können. Werden daher von der deutschen Regierung nicht Gegenmaßregeln ergriffen, so darf es uns nicht wundernehmen, wenn die deutschen Kapitalisten im Laufe der nächsten Jahre unter Hintansetzung anderer Gesichtspunkte in verstärktem Maße sich der Anlage in amerikanischen Papieren zuwenden.

Quellenverzeichnis

Annals of the American Academy of Political and Social Science, Philadelphia. Vol. XXV, January 1905; Vol. XXX, September 1907; Vol. XXXII, May 1908; Vol. XXXV, May 1910.

American bonds, a study by Harris, Winthrop & Co., London 1911.

Aubrey, W. H. S., Stock Exchange Investments, New York 1896.

Babson, R. W., Business Barometers, New York 1909.

Babson, R. W., Business Tables, New York, versch. Jahrgänge.

Bronson, H. A., Law of recitals in municipal bonds, St. Paul 1901.

Burn, Joseph, Stock exchange investments, in theorie and practice, London 1909.

Clews, Henry, Wall Street Point of View, New York 1900. — Fifty Years in Wall Street, 1908.

Cotton, W., Everybody's Guide to Money Matters, New York 1898.

Fenn, Compendium of the english and foreign funds, debt and revenues of all nations, London 1876.

Fenn, On the Funds, a handbook of public debt, London 1898.

The Financier, New York, versch. Jahrgänge.

Financial and Commercial Chronicle, New York, versch. Jahrgänge.

Financial Review, 1910 und andere Jahrgänge, published annually by the Financial and Commercial Chronicle.

Financial Review of Reviews, versch. Jahrgänge.

Hoff, W., und Schwabach, F., Die nordamerikanischen Eisenbahnen, ihre Verwaltung und Wirtschaftsgebarung, Berlin 1906.

Holdheim, Dr. P., Mortgage und Mortgage bonds, Berlin 1895.

Jones, Leonard A., A Treatise on the law of corporate bonds and mortgages, Indianopolis 1907.

Löwenfeld, Henry, Investment an exact Science, Wellesley Hills.

Lownhaupt, F., Investment bonds, New York 1908.

Lustig, Amerikanische Eisenbahnen, 1910.

Marcuse, Dr. Paul, Betrachtungen über das Notenbankwesen, 1907.

Mortgage indentures der verschiedenen Eisenbahn- und Industriegesellschaften und Prospekte derselben.

Moody, John, Analysis of Railroad Investments, New York 1910.

Moody's Classified investments, New York 1906.

Moody's Manual of railroad and corporation securities, New York 1910.
National Bank act as amended with other laws relating to national banks, Washington 1906 und 1909.
National Monetary Commission, Laws of the United States concerning money, Banking and loans, 1778—1909, compiled by A. T. Huntington and R. Manshinney, Washington 1910.
Paine, Will. S., Laws of the state of New York, relating to banks, banking, trust, loan, mortgages and save deposit corporations, Albany 1910.
Pratt, Sereno S., Work of Wall Street, New York 1903.
Poor's handbook of Investment securities, New York 1892.
Poor's Manual of Railroads, New York 1910.
Reports of the Comptroller of the currency, Washington, versch. Jahrgänge.
Reports of the Comptroller of the treasury, Washington, versch. Jahrgänge.
Reports of the statistics on railways in the United States, Bureau of statistics and acounts, Washington 1909.
Rollins Montgomery, Convertible securities, Boston.
Saling, Börsenpapiere, I., II., III. Teil, versch. Jahrgänge.
Short, Railway bonds and securities, Boston 1897.
Singer, Die amerikanischen Eisenbahn- und Industriepapiere, Berlin 1910.
Smythe, R. M., Obsolete American securities and corporations, New York 1904.
Snyder, Karl, American Railways as Investment, New York 1910.
Statistical abstract of the United States, Department of commerce and labor, Washington 1909.
Statistics of Railways in the United States, Interstate Commerce Commission, Washington 1909.
Special reports of the Census office; cities, versch. Jahrgänge.
Special reports of the Census office, Census of manufactures, versch. Jahrgänge.
Special reports of the Census office on street and electric railways, 1890, 1902, 1907.
Special reports of the Census office, Wealth, Debt and Taxation, 1907.
Vierteljahrshefte der deutschen Reichsstatistik, Heft II, 1908; Heft I, 1910.

Druck der Union Deutsche Verlagsgesellschaft in Stuttgart